

خطر الصرف في الاقتصاديات الناشئة وتطور تقنيات النحوط الخارجية دراسة على مجموعة مختارة من الدول بين سنتي 1990 و2013

الإرسال: 2017/02/12

القبول: 2017/06/15

النشر: 2017/12/31

د/زيات عادل

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
جامعة سطيف1 - الجزائر

Résumé :

Cette étude a pour objet d'identifier le risque de change dans les pays émergents et d'analyser le développement quantitative et qualitative des diverses techniques utilisées dans sa couverture entre 1990 et 2013. Les résultats de l'étude indiquent que l'augmentation de l'incertitude dans ces économies a créé une demande croissante sur les techniques de couverture poussant ainsi ces économies à introduire une nouvelle dynamique dans leurs marchés de change on proposant une gamme de produits qui peut être utilisé dans la gestion du risque de change.

Mots clés : risque de change, produits dérivés, techniques de couverture, régimes de change.

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على خطر الصرف في الدول الناشئة وتحليل التطور النوعي والكمي لمختلف التقنيات المستخدمة في النحوط منه بين سنتي 1990 و2013. وتوصل البحث إلى أن زيادة حالة عدم التأكد في هذه الاقتصاديات بعد تبني أنظمة صرف مرنة خلقت طلب متزايد على تقنيات النحوط مما دفع هذه الاقتصاديات إلى إدخال ديناميكية جديدة في أسواق صرفها من خلال إطلاق تشكيلة من المنتجات التي يمكن أن تستخدم في إدارة خطر الصرف.

الكلمات المفتاحية: خطر الصرف، المنتجات المشتقة، تقنيات النحوط، أنظمة الصرف.

المقدمة:

تنوعت أنظمة الصرف بعد انهيار نظام بريتون وودز وأثرت بطريقة مباشرة على ثبات واستقرار قيمة العملات، وأدت إلى شيوع خطر الصرف في الاقتصاديات التي تبنت ترتيبات صرف عائمة أو وسيطة. ولتمكين المتعاملين من التعامل مع هذا الخطر، ظهرت أسواق جديدة بمنتجات مبتكرة استخدمت في عمليات النحوط. هذه المنتجات لاقت رواجا كبيرا ترجم في زيادة حجم التداول اليومي الخاص بهم. الاقتصاديات الناشئة لم تكن في منأى عن هذه التغيرات، فالتقلبات الكبيرة والمتتالية في أسعار صرف عملاتهم في تسعينيات القرن الماضي، وكثرة الأزمات خلقت حالة من عدم اليقين وجعلت المتعاملين يتكبدون خسائر صرف معتبرة نتيجة للتغيرات الحادة في أسعار الصرف وعدم توفر تقنيات النحوط.

هذه التجربة أثبتت لتلك الدول أهمية تطوير سوق الصرف بأقسامه المختلفة لتمكين الأعوان الاقتصاديين من التعامل مع خطر الصرف.

مشكلة البحث: في هذا البحث سنحاول تبين حدة خطر الصرف في الاقتصاديات الناشئة وأهم تقنيات التحوط الخارجية المتوفرة ومؤشرات تطورها بين سنتي 1990 و2013 من خلال الإجابة على التساؤلات التالية:

- ما هو خطر الصرف وكيف يمكن التحوط منه؟
 - ما طبيعة أنظمة الصرف المطبقة في الدول الناشئة، وما تأثيرها على خطر الصرف في هذه الدول؟
 - ما هو واقع خطر الصرف في الدول محل الدراسة مقارنة بالدول المتقدمة؟
 - ما هي المنتجات المتداولة في أسواق صرف هذه الاقتصاديات وكيف تطورت؟
 - فرضيات الدراسة: في ضوء العرض السابق ومن أجل تفسير مشكلة البحث والإجابة عن الأسئلة المطروحة تم تصميم وصياغة بعض الفرضيات بهدف طرحها للمناقشة واختبار صحتها:
 - الفرضية الأولى: حدة خطر الصرف في الدول الناشئة أكبر من حدته في الدول المتقدمة.
 - الفرضية الثانية: تساهم أنظمة الصرف المطبقة لدى الدول الناشئة في زيادة التقلبات في أسعار الصرف ومن ثم في خطر الصرف.
 - الفرضية الثالثة: تقنيات التحوط الخارجية في الدول محل الدراسة تطورت بشكل يسمح للمتعاملين الاقتصاديين من التحوط من خطر الصرف.
- منهج الدراسة ومصادر البيانات: على أساس أن الدراسة المنجزة هي دراسة علمية مقارنة بين واقع خطر الصرف في الدول الناشئة والدول المتقدمة فقد اعتمدنا على المنهج الوصفي السببي المقارن والمنهج الوصفي الارتباطي، كما أن المنهج الوصفي التاريخي أستخدم لتبيين تطور الأقسام المختلفة لسوق الصرف في الدول محل الدراسة. أهم المصادر التي اعتمد عليها البحث تتمثل في كل من موقع البنك الفيدرالي سانت لويز، قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي وقاعدة بيانات بنك التسويات الدولية.
- أولاً: مفهوم خطر الصرف وطرق إدارته

خطر الصرف يعتبر من أهم المخاطر المالية التي صادفت المؤسسات في كل الاقتصاديات بعد تغير أسس المحيط النقدي الدولي وتبني معظم الدول أنظمة الصرف المرنة.

1-تعريف وأنواع خطر الصرف:

أ-تعريف الخطر: يعتبر خطر الصرف أحد أنواع المخاطر المنتظمة أو مخاطر الأسواق التي تصيب كافة الموجودات الحادثة في السوق بفعل عوامل مشتركة تؤثر بالنظام الاقتصادي ككل، مثل العوامل الاقتصادية، الاجتماعية والسياسية. ويمكن تعريفه بأنه يمثل الخسائر أو الأرباح المحتملة المرتبطة بتغير

سعر الصرف وهو بذلك يعبر عن الخسائر التي تصيب المؤسسات بسبب تغير سعر صرف العملة المرجعية لحسابات المؤسسة (التي في الغالب تكون العملة المحلية) والعملة الأجنبية المتعامل بها¹، ويساهم بشكل أساسي في تباين العائد المحقق عن المتوقع². وحتى تكون الوحدة الاقتصادية معرضة لخطر الصرف يجب أن يكون لديها أصول أو ديون بالعملة الأجنبية³، وتكون التسوية النهائية مؤجلة.

ب-أنواع خطر الصرف: يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من خطر الصرف:

ب-1-خطر صرف الصفقة: هو خطر الخسارة أو الربح الذي يمكن أن يصيب المؤسسة والنتائج عن ممارساتها التجارية والمالية مع الخارج بسبب التغيرات التي تحدث في أسعار الصرف⁴.

ب-2-خطر صرف التحويل أو التجميع: يخص هذا النوع من الأخطار، المؤسسات التي يكون لها فرع أو أكثر في الخارج، وينشأ عند قيام هذه الأخيرة بتجميع ميزانياتها وينتج عادة فروق موجبة أو سالبة تؤثر على الوضعية الإجمالية للمجموعة⁵.

ب-3-خطر الصرف الاقتصادي: يعتبر هذا النوع أشمل من خطر صرف الصفقة، فهو يتم بتأثير تغيرات أسعار الصرف على القيمة الحالية للمؤسسة، كما أنه لا يتطلب بالضرورة تعامل المؤسسة بالعملة الأجنبية حيث انه يهدد تنافسية المؤسسات، لهذا نجد أن أكثرية البحوث الأكاديمية تنصب على دراسة هذا النوع من المخاطر.

2-طرق التحوط من خطر الصرف: يرتكز مفهوم إدارة المخاطر على مجموعة من الأساليب العلمية التي يجب أخذها في الحسبان عند اتخاذ القرار لمواجهة أي خطر، وذلك من أجل منع أو تقليل الخسائر المادية المحتملة ومن ثم الحد من ظاهرة عدم التأكد⁶.

أ-مفهوم إدارة خطر الصرف: تعتبر إدارة المخاطر ذلك الفرع من علوم الإدارة الذي يهتم بالمحافظة على الأصول الموجودة لحماية مصالح المودعين، والدائنين والمستثمرين وإحكام الرقابة والسيطرة على المخاطر في الأنشطة أو الأعمال التي ترتبط أصولها بالقروض والسندات والتسهيلات الائتمانية وغيرها من أدوات الاستثمار، كما تمتد اهتمامات إدارة المخاطر إلى⁷:

-تحديد العلاج النوعي لكل نوع من أنواع المخاطر وعلى جميع مستوياتها؛

-لعمل على الحد من الخسائر وتقليلها إلى أدنى حد ممكن وتأمينها من خلال الرقابة الفورية أو من خلال تحويلها إلى جهات خارجية إذا ما انتهت إلى ذلك إدارة المؤسسة، ومدير إدارة المخاطر؛

-تحديد التصرفات والإجراءات التي يتعين القيام بها فيما يتعلق بمخاطر معينة للرقابة على الأحداث والسيطرة على الخسائر؛

-إعداد الدراسات قبل الخسائر أو بعد حدوثها وذلك بغرض منع حدوثها، أو تكرار مثل هذه المخاطر؛

-حماية صورة المؤسسة بتوفير الثقة المناسبة لدى المودعين، والدائنين، والمستثمرين، بحماية قدراتها الدائمة على توليد الأرباح رغم أي خسائر عارضة والتي قد تؤدي إلى تقلص الأرباح أو عدم تحقيقها.

وتتشعب أساليب التعامل مع المخاطر إلى ثلاث طرق⁸، الأولى تتمثل في تجنب المخاطرة من خلال تفادي المعاملات التي تخلق الخطر، الثانية التقليل من المخاطر بالأخذ بأساليب التحوظ المعروفة والمتوفرة قصد التقليل إلى أقصى درجة ممكنة من الخسائر في حالة حدوث الخطر. أما الأخيرة، فتمثل في نقل المخاطرة إلى جهة أخرى من خلال عملية تحويل الخطر أو إدراج شروط ملحقة بالعقد تجعل المشتري يتحمل الخطر وتبعاته. في مجال إدارة خطر الصرف نلاحظ أن كل تلك الطرق مستخدمة، والمؤسسة تفضل فيما بينها للحصول على أحسن وانسب طريقة. ولقد انتجت ممارسات المؤسسات في إدارة خطر الصرف ثلاث استراتيجيات رئيسية، الأولى تتمثل في عدم التحوظ، الثانية التحوظ الانتقائي والأخيرة التحوظ التام⁹. وفي إطار الاستراتيجيات الثلاثة السابقة يعتمد التحوظ على تقنيتين الأولى داخلية والثانية خارجية.

ب-تقنيات التحوظ الداخلية: التقنيات الداخلية للتحوظ من خطر الصرف تتطلب من المؤسسة استخدام إمكانياتها الداخلية الذاتية لتقليص وضعية الصرف ومن ثم التقليل من وقع خطر الصرف على حساباتها. وتنقسم التقنيات الداخلية إلى:

ب-1-اختيار عملة الفوترة: تستخدم عملة الفوترة للتعبير عن قيمة الصفقة التجارية والمالية وعادة ما تكون إما عملة المصدر أو المقرض. ويساهم اختيار عملة الفوترة في تحديد معالم الخطر الذي يهدد المؤسسة، لهذا نجدها توليه أهمية بالغة في بداية المفاوضات. أول إشكال يطرح في هذا المجال، هو المفاضلة بين العملة المحلية والعملة الأجنبية، فاختيار العملة المحلية يعني إلغاء الخطر ويوصى به في حالة الأزمات، إلا أنه لا يعتبر حلاً مثالياً لآثاره الكارثية على القدرة التنافسية للمؤسسة. على أساس ذلك تجد المؤسسة نفسها مجبرة في كثير من الأحيان على التعامل بعملة أخرى غير عملتها المحلية، وتحديد بعض المعايير لاختيار هذه العملة. وفي هذا المجال نميز بين حالتين:

- في حالة التصدير: المصدر يحاول فوترة مبيعاته بعملة تتوفر على الشروط التالية:

- عملة قوية تميل قيمتها للارتفاع مقابل العملة المحلية للاستفادة من أرباح الصرف؛
- عملة يكون معدل فائدتها أقل من معدل الفائدة على العملة المحلية للاستفادة من العلاوة report;
- عملة تستخدم لتسوية المشتريات للتمكن من القيام بالمقاصة.

- في حالة الاستيراد: المستورد يضع معايير تختلف عن تلك الموضوعية من قبل المصدر إلا فيما يخص المعيار الأخير الذي يكون متماثلاً في الحالتين.

ب-2-تسيير الأجال: تتمثل هذه الطريقة في التأثير على فترة التسوية بإسراع أو إبطاء عمليات الدفع والتحصيل حسب التطور المتوقع في سعر صرف العملة المعنية. على أساس ذلك إذا توقع المصدر

انخفاض قيمة عملة الفوترة فسيحاول تحفيز المستورد على الدفع ليتفادى هذا الانخفاض. أما المستورد فسيعجل الدفع والعكس في حالة توقع ارتفاع في قيمة العملة الأجنبية.

ب-3- الشروط الملحقه بالعقد: نقصد به محاولة بعض المؤسسات إلحاق بعض الشروط للعقد تسمح للقيمة المقابلة لحجم الصفقة بالعملة المحلية أن تبقى ثابتة أو تتغير في حدود معينة معلومة مما يجعل الصفقة لا تتأثر بتغيرات أسعار الصرف.

ب-4- المقاصة: يمكن التقليل من خطر الصرف بإحداث مقاصة بين المدفوعات والمحصلات أو من خلال تصفية الحقوق والالتزامات المشتركة لمؤسستين أو أكثر، بحيث أنه لا يتم تبادل إلا الأرصدة. ويشترط لنجاح المقاصة ما يلي:

- تماثل العملات في الالتزامات والحقوق؛

- تماثل آجال الاستحقاق بين الصادرات والواردات حتى يحدث تطابق في أسعار الصرف المستخدمة؛

- سماح تشريعات الصرف بمثل هذه العمليات.

ج- تقنيات التحوط الخارجية: يفترض هذا الأسلوب وجود مجموعة من الأسواق، توفر منتجات مالية يمكن استخدامها للتحوط من خطر الصرف.

ج-1- التسبيقات بالعملة الأجنبية: تعتبر التسبيقات بالعملة الأجنبية في الأصل تسبيقات يقدمها البنك للمصدر لتمويل مهلة التسديد التي منحها للمستورد. ونتيجة لخصائص هذه الطريقة، أصبحت المؤسسات المصدرة تستعملها لخطر الصرف. فبمجرد التوقيع على العقد التجاري تتقدم المؤسسة بطلب إلى البنك للحصول على تسبيق، بعد قيام البنك بمنحها الأموال بالعملة الأجنبية، تقوم ببيع المبلغ في سوق الصرف الحاضر واستعمال المبلغ المحصل في خزيتها بالعملة المحلية¹⁰. عند حلول الأجل تقوم باستخدام المبلغ المحصل من الصادرات لتسديد التسبيق. هذا يعني أن سعر الصرف الحاضر المسجل في الأجل المقابل لفترة الاستحقاق لن يعني المؤسسة، ولن يؤثر على المبلغ المحصل بالعملة المحلية.

ج-2- سوق الصرف الأجل: يعرف سوق الصرف الأجل بأنه ذلك السوق، الذي تعقد فيه الاتفاقات بشأن تسليم واستلام العملتين محل العقد في أجل يفوق الثلاثة أيام، على أن الاتفاق على سعر الصرف وحجم العملية والأجل يكون يوم الاتفاق على العملية¹¹. وعملية التحوط في هذا السوق تتم بالطريقة التالية:

- صاحب الوضعية الطويلة يقوم ببيع العملة الأجنبية في الأجل؛

- صاحب الوضعية القصيرة يقوم بشراء العملة الأجنبية لأجل.

ج-3- الأسواق المشتقة: تنقسم الأسواق المشتقة إلى ثلاث أقسام هي سوق المستقبلية، سوق عقود المبادلة وسوق الخيارات.

- سوق المستقبلية: ظهر هذا السوق في 1972¹²، ويتم فيه تداول عقود على العملة الأجنبية تمثل التزام بين البائع والمشتري لشراء أو بيع أصول في تاريخ لاحق وبسعر متفق عليه مع تسويات يومية في الأسواق المنظمة.¹³ ويمكن استخدام منتجات هذا السوق في التحوط من خطر الصرف، من خلال قيام صاحب الوضعية القصيرة بشراء عقود بالعملة الأجنبية وصاحب الوضعية الطويلة ببيع عقود بالعملة الأجنبية.

- سوق عقود المبادلة swaps: يعرف عقد المبادلة بأنه اتفاق بين جهتين على تبادل عمليتين بسعر الصرف الحاضر والقيام بالعملية العكسية في الأجل المتفق عليه وبسعر صرف يكون إما سعر الصرف الأجل أو سعر آخر يتم الاتفاق عليه مسبقاً¹⁴. ويتم استخدام هذا المنتج للتحوط من خطر الصرف عن طريق قيام صاحب الوضعية الطويلة بإنجاز عقد تبادل مقترض للعملة الأجنبية، ومقرض للعملة المحلية، والعكس بالنسبة لصاحب الوضعية القصيرة¹⁵.

- سوق الخيارات options: يمكن تعريف الخيارات بأنها عبارة عن اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه، وبسعر محدد يعرف بسعر التنفيذ، وهو يعطي الحق لأحد الطرفين في بيع وشراء عدد معين من الأوراق المالية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدماً¹⁶. ويمكن استخدام هذا المنتج للتحوط من خطر الصرف، فصاحب الوضعية الطويلة يقوم ببيع خيارات أما صاحب الوضعية القصيرة فيقوم بشراء عقود خيارات. إن الميزة الأساسية لهذا المنتج، إبقائه لإمكانية تحقيق أرباح صرف في حالة تغير ملائم في أسعار الصرف. نتيجة لذلك نجد أن تكلفة التحوط بهذا المنتج تكون مرتفعة مقارنة ببقية التقنيات. وينتج عن استخدام المنتجات المشتقة مجموعة من الفوائد¹⁷:

- التكلفة المتدنية؛
- إمكانية التحوط من المخاطر المحتملة؛
- تقلل التكاليف بالنسبة للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد وتوسع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار وتقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها؛
- تدعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية والمصرفية لزيائنها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعاً.

ورغم هذه الفوائد، تبقى المشتقات المالية مصدر خطر حقيقي إذا ما أسيء استخدامها ولم ترافق بنظام شامل لتحديد المخاطر، لذلك نجد لجنة بازل في الكثير من تقاريرها تشير إلى هذا الأمر وتشدد خصوصاً على البنوك المتعاملة بهذه المنتجات على أن تأخذ بسبل الحيطة والحذر حتى لا تقع في خسائر قد تفوق قدراتها المالية.

ثانياً: خطر الصرف في الدول الناشئة

في هذه النقطة سنحاول تبين حدة خطر الصرف في الدول محل الدراسة، من خلال المقارنة بين خطر الصرف في هذه الدول مع الدول المتقدمة وتبين أثر الانتقال نحو أنظمة الصرف العائمة على حدة خطر الصرف.

1-تطور أسعار صرف عملات الدول محل الدراسة: من خلال الملحق رقم(02) نلاحظ حالة عدم استقرار عملات الدول الناشئة محل الدراسة، الاستثناء خص عملة إندونيسيا التي كانت تتبع نظام الصرف الثابت حتى سنة 1997. وأخذا بعين الاعتبار واقع الأزمات المالية التي عصفت باقتصاديات الدول الناشئة في تسعينيات القرن الماضي وتأثيرها على قيمة العملات المحلية، أثرنا تقسيم الفترة الاجمالية إلى مرحلتين رئيسيتين.

أ/المرحلة الأولى: تمتد هذه المرحلة من سنة 1990 وحتى سنة 2000، وتميزت بكثرة أزمات الصرف وتغيرات حادة في معظم أسعار صرف عملات الدول الناشئة. ولقد وصل التغير النسبي إلى معدلات تفوق الستة ملايين بالمئة بالنسبة للريال البرازيلي والألفين بالمئة بالنسبة للروبل الروسي¹⁸، مما دفع هذين البلدين إلى إحداث تخفيضات كبيرة في قيمة عملتهما وتغيير العملة كلية بالنسبة للبرازيل سنة 1995 كحل وحيد للحد من التدهور السريع في الاقتصاد والتمكن من مكافحة التضخم الذي وصل إلى أكثر من 319% خلال الفترة الممتدة بين 1990 و1999¹⁹. إلى جانب ذلك نجد أن الملحق رقم (03) يشير إلى أن نسب التغير في سعر الصرف ما بين سنة 1990 و2000 تفوق 100% بالنسبة لأربعة دول، أقل تغير سجل خلال هذه الفترة خص عملة ماليزيا بنسبة 40,38% أما أعلى تغير فقد حدث في قيمة العملة الهندية ب 357%. وما تجدر الإشارة إليه أن قيمة كل عملات الدول محل الدراسة انخفضت مقابل الدولار وهو ما يجعل الخسائر في الواقع تقع على الوضعيات القصيرة. ويمكن تفسير ميل كل عملات الدول الناشئة إلى الانخفاض مقابل الدولار إلى سياسة الصرف المعتمدة من قبل هذه الدول لزيادة تنافسية اقتصاداتهم²⁰.

ب/المرحلة الثانية: تمتد هذه المرحلة من سنة 2001 إلى سنة 2013 وتميزت بتغيرات معقولة في أسعار صرف عملات الدول محل الدراسة مقارنة بتلك المسجلة خلال التسعينات، فمن خلال الملحقين رقم (04) و(05) نلاحظ ما يلي:

- على عكس المرحلة السابقة نجد أن معظم عملات الدول الناشئة ارتفعت قيمتها مقابل الدولار بسبب تحسن أداء اقتصاديات الدول الناشئة، زيادة القدرة الشرائية وارتفاع الاحتياطات الرسمية للدول الناشئة إلى جانب الضغوطات التي مورست على هذه الدول لتحرير أسواق صرفها وتعويم عملاتها²¹.
- اختفاء التغيرات الحادة في أسعار صرف العملات محل الدراسة، حيث نلاحظ أن التغيرات خلال هذه الفترة تتراوح بين 3,1% و32,63%.
- الوضعيات الطويلة أصبحت أكثر عرضة للخسائر في هذه الفترة من الوضعيات القصيرة.

- تتميز الدول الناشئة بعدم تجانس متوسط التقلبات الشهرية لأسعار صرف عملاتها، وهو ما يمكن ملاحظته من خلال الملحق رقم (05)، كما أن المستويات القياسية سواء كانت القصوى أو الدنيا تستحوذ عليها هذه الدول. وبالرغم مما سبق، يمكن القول إن الفوارق بين القيم القصوى والدنيا خلال هذه الفترة أصبحت تماثل تلك المسجلة في الدول المتقدمة وهو ما يمكن التماسه من خلال الانحراف المعياري للتقلبات الشهرية لعوائد أسعار الصرف لدى كل الدول المشمولة بالدراسة.

2-مقارنة تقلبات أسعار الصرف بين الدول الناشئة وبعض الدول المتقدمة: رغبة منا في معرفة حدة خطر الصرف في الدول محل الدراسة خصوصا خلال العشرية الماضية قمنا بدراسة مقارنة بين التقلبات في أسعار صرف هذه الدول وتلك المسجلة في الدول المتقدمة، وتجدر الإشارة إلى أننا استخدمنا الانحراف المعياري الشهري لتقدير تقلبات أسعار الصرف الشهرية لعدة أسباب نذكر منها كثرة استخدامه في قياس المخاطر²² وفعاليتها في تلخيص القيم المتطرفة والشاذة في سلسلة عوائد أسعار الصرف، أما فيما يخص العوائد فقد تم حسابها بالطريقة اللوغاريتمية.

أ-بناء النموذج وتحليل النتائج: رغم أهمية المعلومات التي تحصلنا عليها من الخصائص الإحصائية لسلسلة تقلبات أسعار الصرف سواء كانت متعلقة بالترعة المركزية أو التشتت إلا أنها لا تسمح بتحديد إن كانت هناك فروق ذات دلالة إحصائية بين حدة التقلبات في الدول الناشئة والدول المتقدمة. لهذا السبب سندستعين بمنهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو نموذج البيانات الطولية Panel Data Method من خلال استخدام نموذج الانحدار المجمع Pooled Regression Model لتحديد إن كانت هناك فروق ذات دلالة إحصائية بين حدة التقلبات في الدول الناشئة والدول المتقدمة خلال الفترة محل الدراسة.

أ-1-بناء النموذج وتحديد الفرضيات: لتحديد أي من الدول، الناشئة أو المتقدمة، تتميز بتقلبات شهرية أعلى في أسعار الصرف استخدمنا المتغير الوهمي المتمثل في country والذي يسمح بالتفريق بين الدول الناشئة والدول المتقدمة. وأخذا بعين الاعتبار أن الدراسات السابقة بينت أن التقلبات الحالية تتأثر بالتقلبات السابقة فقد استخدمنا المتغيرات المبطنة بفترة واحدة كمتغير مفسر للتقلبات الحالية، وعلى هذا الأساس فإن النموذج المقترح يأخذ الصيغة التالية:

$$VOLTC_t = C(1) + C(2) * VOLTC_{t-1} + C(3) * COUNTRY$$

حيث أن:

- $VOLTC_t$ التقلبات الشهرية خلال الفترة t؛
- $VOLTC_{t-1}$ هي التقلبات الشهرية خلال الفترة السابقة؛
- country المتغير الوهمي الذي يأخذ القيمة 1 بالنسبة للدول المتقدمة والقيمة 0 بالنسبة للدول الناشئة.
- $C(1).C(2).C(3)$ معلمات النموذج.

لإثبات إن كانت هناك فروق بين تقلبات أسعار الصرف في الدول الناشئة والدول المتقدمة وضعنا الفرضيتين التاليتين:

الفرضية المعدومة H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين تقلبات عوائد أسعار الصرف لدى الدول الناشئة والدول المتقدمة عند مستوى دلالة 0.05.

الفرضية البديلة H_1 : توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين تقلبات عوائد أسعار الصرف لدى الدول الناشئة والدول المتقدمة عند مستوى دلالة 0.05.

أ-2-تحليل النتائج: النتائج المتحصل عليها من خلال استخدام برنامج الإفيزو يمكن تلخيصها في التالي:

الجدول رقم (01) العلاقة بين التقلبات في أسعار الصرف وانتماء الدولة خلال الفترة 2000-2013

المتغير	المعامل	الخطأ المعياري	ستودنت المحسوبة	Prob
المتغير الثابت C	0.001155	0.007041	0.164087-	0.8697
Vol_{t-1}	0.299854	0.018482	16.22420-	0.0000
COUNTRY	0.002554-	0.009958	0.256518-	0.7976
معامل التحديد	0.09			
Prob(F-statistic)	0.00			

المصدر: مخرجات برنامج الإفيزو

تشير النتائج المتحصل عليها خلال الفترة 2000-2013 بوضوح لعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل المتمثل في التقلبات والمتغير التابع المتمثل في Country عند مستوى دلالة 5% على أساس أن القيمة الجدولية لـ t المقدرة بـ 2.145 أكبر من القيمة المحسوبة 0.256 وهو ما يعني عدم وجود اختلاف بين الدول الناشئة والدول المتقدمة فيما يخص تقلبات أسعار الصرف، ويمكن ارجاع ذلك إلى تشابه أساليب إدارة سعر الصرف بين المجموعتين من حيث تطبيق نظام الأسعار العائمة وتطبيق سياسة استهداف التضخم²³. النتيجة السابقة تدل على أن خطر الصرف في الدول الناشئة مماثل لخطر الصرف في الدول المتطورة، بمعنى آخر، وجود تشابه في عوامل الخطر بين الدول الناشئة والدول المتقدمة.

3- دور أنظمة الصرف في تذبذب أسعار الصرف :

لقد تباينت خيارات الاقتصاديات الناشئة في مجال أنظمة الصرف، مع وجود اتجاه عام لدى هذه الدول نحو تطبيق الأنظمة العائمة على حساب الأنظمة الثابتة والوسيطية. فمن خلال الجدول رقم (1)، نلاحظ ارتفاع نسبة الدول التي تطبق الأنظمة الثابتة حيث أن نسبتها انتقلت من 15.6% في سنة 1993 إلى 69.6% سنة 2013، إلى جانب ذلك نسجل اختفاء الأنظمة الثابتة من خيارات الدول منذ سنة 2001.

وتتوزع الدول محل الدراسة على كل من نظام التعويم وترتيبات مدارة أخرى، فالبرازيل، الهند، اندونيسيا، كوريا، المكسيك وجنوب أفريقيا تتبع نظام التعويم أما روسيا وماليزيا فتتبع ترتيبات مدارة أخرى.

الجدول رقم (02): تطور أنظمة الصرف المطبقة في الدول الناشئة بين سنتي 1993 و 2013 الوحدة: %

2013	2009	2005	2001	1997	1993	
0.00	0.00	0.00	8.7	12.5	9.4	الدول الناشئة (23 بلد)
30.4	17.4	30.4	39.1	56.3	75	- الأنظمة الثابتة
69.6	82.6	69.6	52.2	31.3	15.6	- الأنظمة الوسيطة
						- الأنظمة العائمة

Sources:

1-Andrea Bubula and Inci Ötker-Robe : "The Evolution of Exchange rate regime since 1990: Evidence de facto policies", IMF Working Paper, September 2002, p16.

2- IMF: "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions" various issue.

يمكن إرجاع أسباب انخفاض نسبة الدول التي تتبنى الأنظمة الوسيطة وعدم إقبالهم على الأنظمة الثابتة إلى العوامل التالية:

- عدم فعالية السياسة النقدية في ظل الأنظمة الثابتة²⁴؛
- كثرة الأزمات المصاحبة للأنظمة الوسيطة وتحفيزها لعمليات المضاربة²⁵؛
- معظم الدول الناشئة بعد فترة منتصف التسعينات بدأت تطبق سياسة استهداف التضخم والتي تتطلب نظام صرف مرن، استقلالية البنك المركزي في تسيير السياسة النقدية وأيضا مصداقية كبيرة للسياسة الاقتصادية؛
- الضغوطات الدولية على الدول الناشئة لتعويم أسعار صرفها؛
- عدم ملائمة الأنظمة الوسيطة لرغبة هذه الدول في الانفتاح على الخارج وتحقيق التكامل بين أسواقها المالية والأسواق الدولية، وهو الاعتقاد السائد لدى المدافعين على نظام صرف ثنائي القطب مثل Obstfeld et regoff 1995²⁶.

لا يمكن أن تكون تغيرات أسعار صرف الاقتصاديات الناشئة منذ سنة 1990 بدون علاقة مع التغيرات التي حدثت في أنظمة الصرف المتبناة في هذه الدول. فالتحليل السابق يشير إلى تأثير أسعار الصرف بشكل مباشر بالأزمات التي أصابت تلك الدول، وإذا ما قمنا بربط ذلك بمسائى أنظمة الصرف الوسيطة والعائمة نجد أن سرعة انتقال عدوى الأزمات التي تكون مرتفعة في ظل الاقتصاديات التي تتبنى الأنظمة سابقة الذكر قد ساعدت في انتشار الأزمات، ومن ثم تسببت في انهيار أسعار الصرف²⁷. الملاحظة الثانية تتعلق بطبيعة نظام الصرف المعتمد، فالنتيجة المستخلصة في الفترة التي كانت فيها الأنظمة الوسيطة هي السائدة 75% و 81.3% سنتي 1993 و 1995 على التوالي حدثت انهيارات كبيرة في أسعار الصرف. مبرر ذلك هو أن الأنظمة الوسيطة تسمح بحدوث عمليات المجازفة كتلك الذي حدثت في كل من البرازيل،

روسيا والمكسيك... الخ. على العكس من ذلك نجد في الفترة التي سادت فيها الأنظمة العائمة اختفاء الانهيارات في أسعار صرف عملات الدول محل الدراسة وأصبحت التغيرات معقولة وتشبه التغيرات التي تحدث في عملات الدول المتقدمة.

ثالثا-تطور تقنيات التحوظ الخارجية في الاقتصاديات الناشئة: لقد شهدت الأسواق المشتقة في الاقتصاديات الناشئة نموا سريعا في العشريتين الماضيتين نتيجة لتأقلم تلك الاقتصاديات مع المحيط وحاجات المتعاملين، فحسب التحقيق الذي أجري في أبريل 2010 يقدر حجم التداول اليومي من المنتجات المشتقة في الدول الناشئة بـ 1.2 تريليون دولار وهو ما يمثل 6.2% من ناتجها المحلي الإجمالي. ويبقى هذا المبلغ ضئيلا مقارنة مع حجم هذا السوق في الدول الصناعية، حيث أنه يناهز 13.8 تريليون دولار أي ما يعادل 36% من ناتجها المحلي الإجمالي²⁸. وضمن هذا المبلغ نجد أن حجم تداول منتجات الصرف الذي يقدر بـ 227 مليار دولار يتوزع على كل من العقود الآجلة، عقود المبادلة والخيارات في الأسواق الحرة والمستقبلية والخيارات في الأسواق المنظمة.

1-تطور أسواق الصرف الحرة O.T.C: نمت أسواق الصرف المشتقة والآجلة في الدول الناشئة بنسبة سنوية تفوق 300% بين سنتي 1995 و2013، فحجم التداول اليومي لهذه المنتجات الذي لم يكن يتعدى في التحقيق الذي أجري في أبريل 1995 مبلغ 4.1 مليار دولار أصبح في سنة 2013 يتعدى 227 مليار دولار. وهو بهذه الوتيرة يعتبر من أسرع الأسواق نموا على الإطلاق على المستوى العالمي. ولم تعرف وتيرة النمو أي استثناءات خلال الفترة السابقة بالرغم من الأزمات المالية والاقتصادية التي تعاقبت على الاقتصاد العالمي مثل أزمة الديون العقارية في 2008 وأزمة الديون السيادية في 2011. وبالرغم من معدلات النمو المسجلة خلال العقد السابقين، تبقى أسواق الصرف في الدول الناشئة لا تمثل سوى 5.41% من إجمالي ما يتم تداوله على المستوى الدولي حسب إحصائيات سنة 2013، وهي نسبة ضعيفة لا تعبر عن وزن هذه الاقتصاديات ولا عن مكانتها في المعاملات المالية الدولية. بالنسبة للدول محل الدراسة، فإنها تمثل أكثر من 60% من الحجم الكلي المتداول في أسواق صرف الدول الناشئة.

أ/تطور سوق الصرف الآجل: عرف سوق الصرف الآجل تطورا كبيرا خلال فترة الدراسة. فمن 0.79 مليار دولار كتداول يومي سنة 1995، انتقل إلى أكثر من 25.18 مليار دولار سنة 2013، أي بنسبة نمو سنوية تزيد عن 171%. هذا النمو الكبير، يدل على الحاجة المتزايدة لاقتصاديات هذه الدول لمثل هذه المنتجات. ويمكن تلخيص تواجد هذا السوق في الدول محل الدراسة في الجدول التالي:

الجدول رقم (03): تطور سوق الصرف الآجل في الدول محل الدراسة

الوحدة: مليار دولار

2013	2010	2007	2004	2001	1998	1995	
6.41	3.80	0.35	0.37	0.99			البرازيل
3.74	4.89	6.30	1.21	0.45	0.38		الهند

0.21	0.25	0.51	0.11	0.21	0.08		اندونيسيا
7.32	6.10	5.14	3.60	1.20	0.29		كوريا
2.82	0.66	0.36	0.32	0.23	0.06		ماليزيا
2.03	0.95	0.41	1.06	0.42	0.40		المكسيك
1.15	0.59	1.10	0.91	0.15	0.66		روسيا
1.51	0.69	0.92	0.42	0.49	1.62	0.79	جنوب افريقيا

Source : Bank for international settlement (BIS): "triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives markets", monetary and economic department, available on the BIS website, <http://www.bis.org/statistics>, accessed 15-03-2014

من خلال الجدول نلاحظ أن هذا السوق كان متواجدا فقط في جنوب إفريقيا في سنة 1995، ثم توسع سنة 1998 إلى كل الدول محل الدراسة ماعدا البرازيل. وفي سنة 2001، أصبح متواجدا في كل الاقتصاديات. هذا الانتشار والنمو السريع لسوق الصرف الأجل، راجع إلى كون هذه الدول تتميز بمستويات مخاطرة مرتفعة كما تم إثباته في النقاط السابقة. ورغم انتشار هذا السوق في كل الدول إلا أن 70% من الحجم الإجمالي المتداول يوميا يبقى محصورا لدى كل من البرازيل، كوريا.

ب/تطور سوق عقود المبادلة: يعتبر هذا السوق أهم أقسام سوق الصرف من حيث المبالغ اليومية المتداولة والدول التي يتواجد فيها. فمن بلد واحد والمتمثل في جنوب إفريقيا، وحجم تداول لا يزيد عن 1.85 مليار دولار سنة 1995 بدأ عدد الدول التي تحتضنه يزداد إلى أن أصبح متواجدا في كل الدول محل الدراسة ابتداء من سنة 2004. ويمكن توضيح تطور هذا السوق في الجدول التالي:

الجدول رقم (04): توزيع سوق عقود مبادلة الصرف على الدول محل الدراسة الوحدة: مليار دولار

2013	2010	2007	2004	2001	1998	1995	
0.50	0.29	0.03	0.38	0.21			البرازيل
11.17	7.70	13.43	2.01	1.39	0.90		الهند
1.38	0.90	0.61	1.21	0.31	0.73		اندونيسيا
19.02	18.42	10.84	5.95	2.54	0.70		كوريا
3.02	2.43	1.39	0.50	0.55	0.73		ماليزيا
22.44	10.43	10.24	2.78	3.75	1.96		المكسيك
30.05	18.42	15.07	5.24		0.07		روسيا
14.03	9.11	9.53	7.51	7.28	3.50	1.87	جنوب افريقيا

Source : Bank for international settlement (BIS): "triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives markets", monetary and economic department, available on the BIS website, <http://www.bis.org/statistics>, accessed 15-03-2014

لقد عرف هذا السوق معدل نمو سنوي يقدر ب 17.07% خلال الفترة الممتدة من 1995 إلى 2013 وهو قريب من المعدل المسجل على المستوى العالمي الذي قدر ب 15.41% غير أنه يبقى بعيد جدا عن معدل النمو المسجل في سوق الصرف الأجل. ويتوزع هذا السوق حسب الجدول السابق في كل الدول محل الدراسة بنسب متفاوتة مع تسجيل تباين واضح في معدلات نموه. وتستحوذ ثلاثة دول، روسيا، المكسيك وكوريا على 71% من حجم سوق مبادلة الصرف في هذه الدول. كما أن ترتيب الدول من حيث المبالغ المتداولة يختلف عن الترتيب الملاحظ في سوق الصرف الأجل، فالبرازيل مثلا التي كانت تحتل الرتبة الثانية في سوق الصرف الأجل تحتل الرتبة الأخيرة في سوق مبادلة الصرف. في حين أن روسيا التي كانت تحتل الرتبة ما قبل الأخيرة في سوق الصرف الأجل تحتل الرتبة الأولى في هذا السوق بواقع 30.05 مليار دولار كحجم تداول يومي. المكسيك تحتل الرتبة الثانية بحجم تداول يقدر ب 22.44 مليار دولار بفضل معدل النمو السنوي المسجل في السنوات الثلاثة الأخيرة والذي وصل إلى 38%. كوريا التي كانت تحتل مناصفة الرتبة الأولى مع روسيا في التحقيق الذي أنجز في سنة 2010 تراجعت بسبب انخفاض معدل النمو في الثلاث سنوات الأخيرة إلى الرتبة الثالثة. بالنسبة للهند، نلاحظ أن تراجع حجم التداول بأكثر من 40% ما بين سنة 2007 و2010 كان السبب في احتلال الهند للرتبة الخامسة بعدما كانت تحتل الرتبة الثانية في سنة 2007. ولقد أدى ضعف التداول في أسواق كل من ماليزيا، اندونيسيا والبرازيل إلى احتلالهم للمراتب الثلاثة الأخيرة.

ج/تطور سوق مبادلة العملة: يعتبر هذا السوق من أضعف الأسواق المشتقة لتداولوا ونموا على المستوى العالمي، فحصته إلى إجمالي المنتجات المتداولة في سوق الصرف لا تزيد عن 1.62%، كما أن نسبة النمو السنوية تقدر ب 8.12% فقط. وهذه النسب نجهده يحتل الرتبة الأخيرة في قائمة العمليات المنجزة في سوق الصرف.

الجدول رقم (05): توزيع سوق عقود مبادلة العملة على الدول محل الدراسة الوحدة: مليار دولار

2013	2010	2007	2004	2001	1998	1995	
2.602	0.417	0.267	0.385	0.49	0	0	البرازيل
0.308	0.031	0.479	0.113	0.004	0.002	0	الهند
0.057	0.054	0.107	0.02	0.018	0.04	0	اندونيسيا
0.783	0.654	1.205	0.28	0.055	0.009	0	كوريا
0.055	0.054	0.037	0.012	0	0	0	ماليزيا
0.265	0.152	0.012	0.471	0.003	0	0	المكسيك
0.148	0	0	0	0	0	0	روسيا
0.121	0.039	0.039	0.032	0.007	0.03	0	جنوب افريقيا

Source : Bank for international settlement (BIS): "triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives markets", monetary and economic department, available on the BIS website, <http://www.bis.org/statistics>, accessed 15-03-2014.

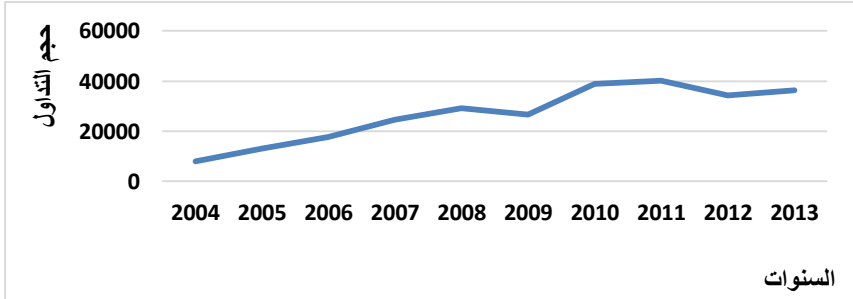
بالنسبة للدول محل الدراسة فالأمر يختلف نسبيا، فعقود مبادلة العملة تأتي في الرتبة الثالثة بحصة تزيد عن 3.17% من حجم التداول في سوق الصرف الأجل والأسواق المشتقة. ورغم ذلك تبقى نسبة النمو لهذا السوق ضعيفة في هذه الدول إلى جانب انخفاض وتيرة انتشاره حيث انه لم يتم اعتماده إلا في سنة 2010 في روسيا. ويتميز هذا السوق بأن أغلب المعاملات تتمركز في البرازيل التي تمثل 60% من العمليات المنجزة، وكوريا بنسبة مساهمة تقدر ب 18%، الهند تحتل الرتبة الثالثة بنسبة 7% والمكسيك في الرتبة الرابعة ب 6%.

د/تطور سوق الخيارات: يحتل سوق الخيارات الرتبة الأخيرة من حيث حجم التداول اليومي في سوق الصرف فنسبة مساهمته لا تزيد عن 1.98% من إجمالي السوق، ويتميز بعدم استقرار نسبة النمو من سنة إلى أخرى والتمركز في كل من الهند، كوريا روسيا وجنوب أفريقيا الذين يستحوذون على 77% من حجم التداول الإجمالي. ولقد قدرت نسبة النمو في السوق 75% سنويا منذ 1995 إلا أنها عرفت انخفاضا بأكثر من 15% ما بين التحقيق الذي أجري في 2013 والتحقيق الذي أجري في 2010 وب 34.14% ما بين التحقيق الذي أنجز في 2010 والتحقيق الذي أنجز عام 2007 ونتيجة لذلك انخفض حجم التداول ما بين 2007 و2013 من 4.85 مليار دولار إلى 2.70 مليار دولار.

2-تطور أسواق الصرف المنظمة للمنتجات المشتقة: لا تقل الأسواق المنظمة أهمية عن الأسواق الحرة في الاقتصاديات الناشئة باعتبار أنها تمثل 50% من إجمالي السوق. وعموما يمكن القول، أن هناك تفاوت في تطور هذه الأسواق في الدول محل الدراسة

أ-تطور الأسواق المنظمة عالميا: لقد عرف هذا السوق تطورا محسوسا في العشر سنوات الأخيرة، فنسبة النمو السنوية بين 2004 و2013 قدرت بأكثر من 6.4 %، بعد أزمة 2008 انقلب الوضع وعرف حجم التداول في السوق انخفاض في سنة 2009 مقارنة بحجم التداول في 2008 ب 24.84%. نفس الحالة تكررت بعد أزمة الديون السيادية في سنة 2011 حيث عرف حجم التداول انخفاضا ب 27.36% في سنة 2012²⁹. أهم الأصول المتداولة في هذه الأسواق هي المشتقات على معدلات الفائدة التي تمثل حسب إحصائيات 2013 أكثر من 84% من حجم المشتقات المالية. المشتقات على الصرف لا تتعدى نسبتها 1.92% من مجموع المبالغ المتداولة حسب نفس السنة ولم تختلف هذه النسبة كثيرا في سنوات المقارنة، النسبة المتبقية تمثل حصة المشتقات على الأوراق المالية. وتمثل المستقبليات أكثر من 75% من إجمالي ما يتم تداوله من منتجات في هذا السوق. ورغم ضعف المنتجات المشتقة على الصرف إلا أنها تعتبر من أكثر المنتجات نموا حيث أن نسبة النمو المتوسطة سنويا تعدت 35% بين سنتي 2004 و2014، ومثلها مثل بقية المنتجات فقد تأثر سوق مشتقات الصرف بكل من أزمة 2008 وأزمة 2011 حيث أن نسبة الانخفاض التي حدثت كانت 8.94% سنة 2009 و14.57% سنة 2012 وهو ما يمكن التماسه من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (01): تطور المنتجات المشتقة على الصرف الوحدة: مليار دولار



Source : Bank for international settlement (BIS): “Derivative financial instruments traded on organised exchanges” BIS Quarterly Review, December 2013, table 23A, available on the BIS website, http://www.bis.org/statistics/r_qa1412_hanx23a.pdf, accessed 20-03-2014.

وتحتل العديد من الأسواق المشتقة في الدول الناشئة مراتب متقدمة ضمن أحسن 30 سوق³⁰ فنجد أن سوق المكسيك الذي عرف انخفاض ب 2% في عدد العقود المتداولة سنة 2013 مقارنة بالعدد المتداول في سنة 2012 تأتي في الرتبة الخامسة بأكثر من 1.6 مليار عقد، بورصة موسكو تعتبر ثاني أهم سوق في الدول الناشئة حسب إحصائيات سنة 2013 يحتل الرتبة الثامنة عالميا في عدد العقود المشتقة المتداولة الذي يزيد عددها عن 1.13 مليار عقد. سوق كوريا كان يحتل الرتبة الأولى سنة 2011، بعدد عقود يفوق 3.92 مليار عقد إلا أن الانخفاض الكبير الذي حدث سنتي 2012 و2013 بأكثر من 53% و55% على التوالي جعل ترتيبه العالمي ينخفض إلى الرتبة التاسعة. كذلك نجد كل من سوق الهند، البرازيل وروسيا ضمن أحسن عشرة أسواق.

ب-تطور الأسواق المنظمة في الدول محل الدراسة: أمام تنامي المخاطر وزيادة حدتها، قامت العديد من الدول وخصوصا في الدول الناشئة بإدراج المشتقات المالية ضمن الأصول المتداولة في الأسواق المنظمة. فمن خلال الأسواق المالية المدرجة في الملحق رقم (06) لاحظنا أن كل الدول محل الدراسة فيما عدا اندونيسيا وماليزيا يتم فيها تداول المستقبلات، العملات المدرجة هي عموما أهم العملات المتداولة كالل دولار، اليورو، الين والجنه الإسترليني. غير أن الخيارات لا يتم تداولها الا في كل من سوق كوريا (عقود الدولار مقابل الون الكوري) والهند (عقود الدولار مقابل الروبية الهندية). وحسب الإحصائيات المتوفرة في سنة 2013 نجد بأن أكبر عدد من العقود المتداولة في سوق المستقبلات كان في عقد الدولار مقابل الروبية الهندية بعدد عقود تجاوز 1.06 تريليون عقد³¹، ثم يأتي عقد الدولار مقابل الروبل الروسي بعدد يفوق 373 مليون عقد وفي المرتبة الثالثة نجد عقد خيار الدولار مقابل الروبية الهندية بعدد يفوق 252 مليون عقد. وعموما فإن 10 عقود يتم تداولها في الدول محل الدراسة نجدها في قائمة العشرين عقد الأكثر تداولاً في سوق المستقبلات والخيارات.

3-العقود الأجلة غير القابلة للتسليم Non-deliverable Forwards

أ-تعريفها: هي نوع من العقود المشتقة المتداولة من قبل غير المقيمين في بلد معين للتحوط من مخاطر الصرف، ولقد ظهرت نتيجة لعدم تمتع العملة المعنية بقابلية التحويل أو لقيام السلطات النقدية في ذلك البلد بفرض تشريعات تحد من قدرة غير المقيمين من التعامل في سوق الصرف الأجل³². وتعرف هذه العقود بأنها اتفاق بين البنك والزيون على سعر صرف أجل يستخدم في تاريخ معين كأساس لحساب الفروقات الواجب دفعها للطرف الآخر³³. وهي بالتالي تختلف عن الصرف الأجل من حيث أنها لا تنتهي بتسليم واستلام العملتين، وإنما يتم حساب الفرق بين سعر الصرف الذي أنفق عليه وسعر الصرف الحاضر في الأجل للقيام بعمليات تعويضية لأحد الطرفين من قبل الطرف الآخر.

ب-خصائصها: هناك العديد من الخصائص التي يمكن تحديدها في التالي:

- يتم تداول هذا المنتج في السوقين المنظم كسوق سنغافورة Singapore Exchange أو السوق الحر من قبل بنوك دولية مثل بنك Westpac Banking Corporation المتواجد في أستراليا، الذي يقدم عقود الدولار مقابل الليوان وبنك Nanyang Commercial Bank بهونغ كونغ الذي يقدم نفس تلك العقود...الخ.

- العملات المتداولة في هذه العقود، هي عملات معظم البلدان الناشئة، فبالأخذ بعين الاعتبار الدول محل الدراسة نجد أن عملات كل تلك الدول مدرجة للتداول.

- يتم تحديد مبلغ منمط بالنسبة لكل عقد، فمثلا نجد أن حجم العقد في العقود الأجلة الغير قابلة للتسليم الخاصة بالليوان الصيني في بنك Westpac Banking Corporation هو 10.000 دولار.

- الأجل المتعامل بها هي شهر، شهرين، 3 أشهر، 6 أشهر وسنة، مما يجعل هذا المنتج صالح لإدارة خطر الصرف في المدى القصير.

- طلب وديعة من الزيون كضمان على التزامه بينود العقد.

- الفرق المقدر في النهاية يجب أن يدفع بعملة قابلة للتحويل غالبا ما تكون الدولار الأمريكي.

الخاتمة ونتائج البحث: يعتبر خطر الصرف من بين أهم المخاطر المالية التي تواجه المؤسسات التي تنشط في الاقتصاديات الناشئة، وهو ينشأ نتيجة لتعامل هذه المؤسسات بعملات تختلف عن عملتها المحلية. ولقد زادت حدة هذا الخطر مع زيادة مرونة أسعار صرف عملات الدول الناشئة نتيجة لتبني نظام الصرف العائم وتحرير حركة رؤوس الأموال في معظم الدول. وبالرغم من الجهود الكبيرة التي بذلتها هذه الاقتصاديات لإنشاء وتطوير مختلف أقسام سوق الصرف، إلا أن البعض منها لم يتطور بالشكل الذي يسمح للمتعاملين المختلفين سواء كانوا مقيمين في هذه الدول أو غير مقيمين من التحوط من خطر الصرف. ولقد سمحت لنا هذه الدراسة من الوصول إلى النتائج التالية:

1-واقع خطر الصرف في الدول الناشئة: فيما يخص واقع خطر الصرف في الدول الناشئة فقد توصلنا إلى ما يلي:

- يعتبر خطر الصرف خلال فترة الدراسة من أهم المخاطر المالية في الاقتصاديات الناشئة على خلاف الاقتصاديات المتطورة التي يحتل فيها خطر معدلات الفائدة الرتبة الأولى وهو ما تؤكدته كثافة العمليات الموجهة للتحوط من هذا الخطر.
 - الخلاصة السابقة جعلت المنتجات الموجهة للتحوط من خطر الصرف أكثر تداولاً في الاقتصاديات الناشئة (أكثر من 50% من مجموع ما هو متداول في الأسواق المشتقة في الدول الناشئة عبارة عن منتجات مشتقة على الصرف).
 - طر الصرف بين سنتي 1990-2000 كان أشد من الفترة التي تلتها بسبب الأزمات المالية.
 - -ميل أسعار صرف عملات الدول محل الدراسة للانخفاض بين سنتي 1990 و2000 جعل الوضعيات القصيرة تتكبد خسائر صرف والوضعيات الطويلة تستفيد من أرباح صرف.
 - -ميل أسعار صرف عملات الدول بين سنتي 2001 و2011 للارتفاع جعل الوضعيات الطويلة أكثر عرضة لخسائر الصرف.
 - تشير النتائج بوضوح لعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل المتمثل في تقلبات عوائد أسعار الصرف والمتغير التابع المتمثل في انتماء الدولة لمجموعة الدول الناشئة عند مستوى دلالة 5%. وبالتالي فإن ذلك يعني أن الدول الناشئة لا تختلف من حيث تقلبات أسعار الصرف عن الدول المتقدمة، وهو ما يعبر في حد ذاته عن ارتفاع حجم المخاطر التي تهدد المتعاملين في هذه البلدان وتمائل خطر الصرف في هذه الاقتصاديات مع خطر الصرف في الدول المتطورة وهو ما يعني أن الفرضية الثانية لم تتحقق.
- 2- أنظمة الصرف ودورها في زيادة حالة عدم اليقين: فيما يخص أنظمة الصرف فقد استخلصنا ما يلي:
- تطبيق أنظمة الصرف الوسيطة في عشرية التسعينيات، كانت سببا في سرعة انتقال الأزمات إلى تلك الاقتصاديات وساهمت في انهيار عدد كبير من عملات الدول الناشئة.
 - تطبيق أنظمة الصرف العائمة في الدول الناشئة أدى إلى زيادة حدة التقلبات في أسعار الصرف ومن ثم في حالة عدم التأكد.
- انطلاقا مما سبق نجد أن الفرضية الأولى محققة بدرجة كبيرة حيث أن أنظمة الصرف المتبعة في هذه الدول ساهمت في زيادة التقلبات في أسعار الصرف وبالتالي أدت إلى زيادة حدة خطر الصرف.
- 3- تطور منتجات التحوط: فيما يخص تطور منتجات التحوط فقد توصلت الدراسة إلى ما يلي:
- وجود تنوع كبير في مشتقات الصرف سواء كانت حرة أو منظمة في الدول محل الدراسة، وهو ما تم اثباته من خلال عرض تطور أسواق كل من العقود الأجلة العقود المبادلة، الخيارات والمستقبليات.

- يتم تبادل كل العملات الدولية الرئيسية كالـدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الين الياباني واليورو في الأسواق المشتقة، ولدى بعض الدول كالبرازيل يتم تداول إضافة للعملات سابقة الذكر عملات بعض الدول الناشئة.

تفاوت النشاط في الأسواق المشتقة من بلد إلى آخر وهذا راجع إلى وجود القيود التشريعية.

- القيود المفروضة على المعاملات في الأسواق الآجلة والمشتقة لا تتعلق بعمليات التحوط.
- الأجل المتوفرة بها سواء في الأسواق الآجلة أو المشتقة لا تتعدى السنة، مما يجعل هذه المنتجات صالحة لإدارة خطر الصرف في المدى القصير.
- المنتج الأكثر استخداما هو عقود المبادلة على الصرف ثم يأتي الصرف الآجل.
- المنتجات المتوفرة في السوق الحر أكثر بكثير من المنتجات المتداولة في السوق المنظم.
- نتيجة للتشريعات التي تقيد إمكانية تعامل غير المقيمين في سوق صرف معظم الدول محل الدراسة ظهرت العقود الآجلة الغير القابلة للتسليم NDF لسد حاجة هذه الفئة من التحوط خاصة.

مما سبق نجد أن الفرضية الثالثة محققة فتقنيات التحوط المتوفرة تسمح للمؤسسات من إدارة خطر الصرف.

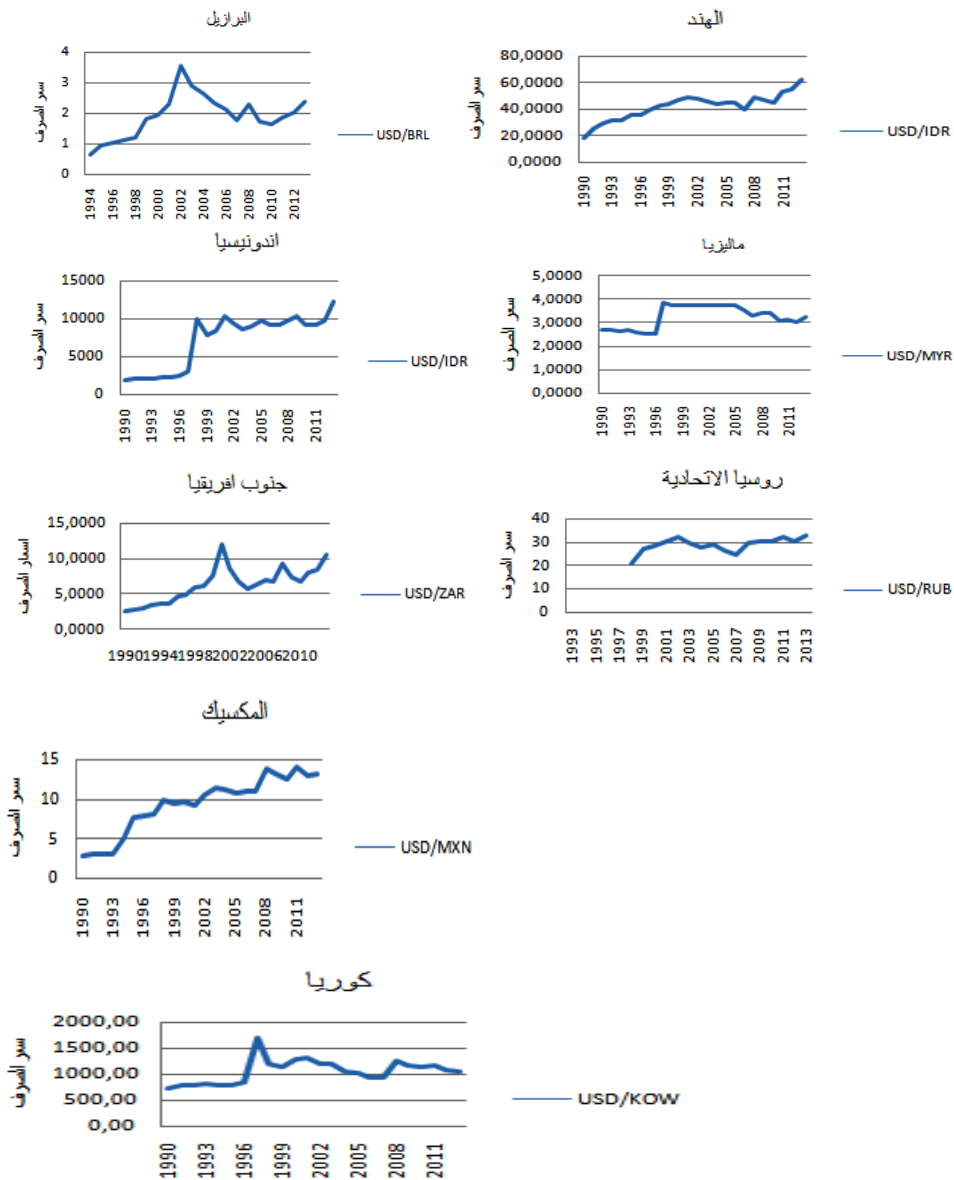
وأخيرا يمكن اعتبار الاقتصاديات الناشئة بمنهجيتها المتبعة في تطوير الأسواق المشتقة لإدارة خطر الصرف نموذجا يمكن أن تحتذي به اقتصاديات أخرى هي في مرحلة انتقالية مثل الاقتصاد الجزائري من خلال الحصول على المساعدة الفنية، والمعونة، والمشورة للتزود بالأدوات الضرورية والقدرات المالية اللازمة لإنشاء وتطوير هذه الأسواق، خصوصا إذا علمنا أن خطر الصرف هو خطر عالي يمس كل الاقتصاديات، ويبقى المجال مفتوحا للبحث في هذا الموضوع.

الملاحق:

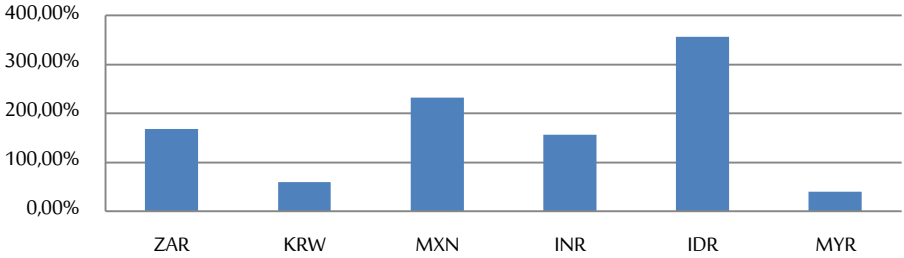
الملحق رقم (01): الدول محل الدراسة وعملاتها

الدولة	العملة	الدولة	العملة
البرازيل	BRL	المكسيك	MXN
روسيا	RUB	اندونيسيا	INR
ماليزيا	MYR	كوريا الجنوبية	KRW
جنوب أفريقيا	ZAR	الهند	IDR

الملحق رقم (02): تمثيل بياني لتطور أسعار صرف الدولار مقابل عملات الدول محل الدراسة بين سنتي 1990 و 2013

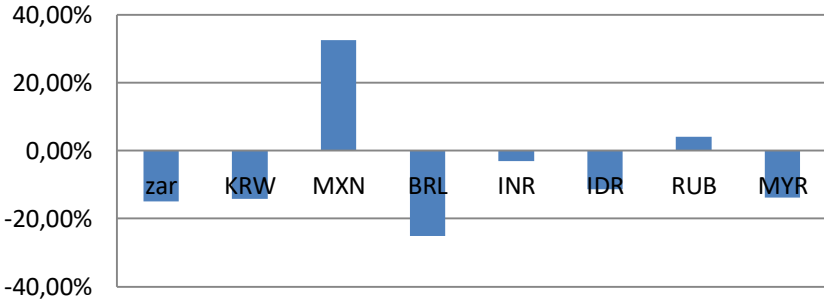


الملحق رقم (03): التغير النسبي في سعر صرف الدولار مقابل عملات الدول محل الدراسة بين سنتي 1990 و2000



المصدر: حسابات الباحث على أساس قاعدة بيانات البنك الفدرالي سان لويز: Federal Reserve Bank of ST.LOUIS: "Archival Economic Data", economic research, available on the ST.LOUIS FED website, <http://research.stlouisfed.org/datatools.html>.

الملحق رقم (04): التغير النسبي في سعر صرف الدولار مقابل عملات الدول محل الدراسة بين سنتي 2001 و2013



المصدر: حسابات الباحث على أساس قاعدة بيانات البنك الفدرالي سان لويز: Federal Reserve Bank of ST.LOUIS: "Archival Economic Data", economic research, available on the ST.LOUIS FED website, <http://research.stlouisfed.org/datatools.html>.

الملحق رقم (05): بعض الخصائص الإحصائية لتقلبات أسعار الصرف في بعض الدول الناشئة والمتقدمة بين سنتي

2000 و2013

الانحراف المعياري	القيمة الدنيا	القيمة القصوى	الوسيط	المتوسط الحسابي	البلد
0.55	0.20	4.83	0.71	0.84	البرازيل
0.07	0.00	0.44	0.03	0.06	الصين
0.28	0.05	1.59	0.34	0.38	الهند
0.22	0.00	0.89	0.17	0.22	ماليزيا
0.33	0.17	3.23	0.47	0.55	المكسيك

0.30	0.02	1.59	0.26	0.37	روسيا
0.47	0.09	4.97	0.43	0.53	كوريا الجنوبية
0.45	0.35	3.68	0.92	0.99	جنوب إفريقيا
0.13	0.11	0.89	0.27	0.30	سنغافورة
0.22	0.24	1.76	0.59	0.61	الدانمرك
0.23	0.23	1.78	0.50	0.55	انجلترا
0.21	0.23	1.92	0.58	0.61	اليابان
0.33	0.38	3.03	0.75	0.80	نيوزيلندا
0.29	0.34	2.00	0.68	0.73	النرويج
0.30	0.34	2.17	0.66	0.74	السويد
0.26	0.20	1.91	0.46	0.52	كندا
0.20	0.24	1.46	0.57	0.60	اليورو

المصدر: حسابات الباحث على أساس قاعدة بيانات البنك الفدرالي سان لويز :

Federal Reserve Bank of ST.LOUIS: "Archival Economic Data", economic research, available on the ST.LOUIS FED website, <http://research.stlouisfed.org/datatools.html>.

التمهيش والاحالات

¹ Patrice Fontaine et Carole Gresse: "Gestion des Risques Internationaux", édition Dalloz, 2003, P169.

² حمزة محمود الزبيدي: "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2001، ص66.

³ Mohamed Daous et autres: "Techniques Financières Internationales et couverture du risque de change", édition Centre de Publication Universitaire, 2007, p178.

⁴ David Eiterman et autres: "gestion et finance internationales", édition Pearson Education, 10^{ème} édition, France, p193.

⁵ Jean-Louis Amelon et Jean-Marie Cardebat: "Les nouveaux défis de l'internationalisation: Quel développement international pour les entreprises après la crise?", 1ère édition, De Boeck Supérieur, 2010, p125.

⁶ أسامة عزمي سلام وشقيري نوري موسى: "إدارة الخطر والتأمين"، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص41.

⁷ بلعوز بن علي: "استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، عدد07، 2010-2009، ص335.

⁸ G.Legrand et H.Martini: "le petit export; logistique contrats risques, financement", édition Dunod, 2009, p30.

⁹ Inci Ötker-Robe: "Moving to Greater Exchange Rate Flexibility Operational Aspects Based on Lessons from Detailed Country Experiences", Occasional Paper, N° 256, International Monetary Fund, 2007, p76.

¹⁰ Patrice Fontaine et Carole Gresse, op.cit, p178.

¹¹ Jean Albert Collombe: "Finance de Marché", édition Eska, Paris, 1999, p111.

¹² Josette Peyrard: "Gestion Financière Internationale", Vuibert, 5^{ème} édition, 1999, p120.

¹³ فريد النجار: "المشتقات المالية والهندسة المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص21.

¹⁴ Patrice Fontaine: "Marché des changes", édition Pearson Education, France, 2009, p60.

¹⁵ Larbi Dohni et Carol Hainaut: "Les taux de change: Déterminants, opportunités et risques", De Boeck Université, Bruxelles, Belgique, 1^{ère} édition, 2004, p208.

- ¹⁶ خالد وهيب الراوي: "الاستثمار، مفاهيم تحليل إستراتيجية"، عمان، دار المسيرة، 1998، ص 309.
- ¹⁷ هاشم فوزي دباس العبادي: "الهندسة المالية وأدواتها"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008، ص 110.
- ¹⁸ الأمر الذي دفعنا إلى إقصاءهما من التمثيل البياني التالي حتى تتمكن من استبيان حقيقة حجم التغير الذي مس بقية عملات الدول محل الدراسة.
- ¹⁹ **Corrinne Ho and Robert N McCauley:** "Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies", in BIS Working Papers N°130 February 2003, p39.
- ²⁰ **Agnès Bénassy-Quéré, Benoît Coeuré, Pierre Jacquet et Jean Pisani-Ferry:** "Politique économique", De Boeck, Bruxelles Belgique, 1^{ère} édition, 2004, p337.
- ²¹ نعطي على سبيل المثال الضغوطات التي مورست على الصين من قبل الولايات المتحدة الأمريكية وأدت في نهاية المطاف إلى رفع قيمة الليوان وتبني الصين لنظام صرف أكثر مرونة جعل قيمة عملتها الوطنية تتحسن مقابل الدولار.
- ²² **Benoit A. Aubert et autres:** "Mesure intégrée du risque dans les organisations", édition illustrée, 2004, p58.
- ²³ أنظر في هذا الجانب الجزء الخاص بانظمة الصرف المطبقة
- ²⁴ **Michael Burda et Charles Wyplosz:** "Macroéconomie: Une perspective européenne", traduction de la 3e édition par Jean Houard De Boeck 2003 Bruxelles Belgique, p275.
- ²⁵ **عبد الحسن جليل عبد الحسين الغالي:** "سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية - نظرية وتطبيقات -"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص 94.
- ²⁶ **Jeannine Bailliu et John Murray:** "les régimes de change dans les économies émergentes", Revue de la Banque du Canada, hiver 2002-2003, p20.
- ²⁷ **Virginie Coudert, Cécile Couharde et Valérie Mignon:** "l'impact des crises financières globales sur les marchés des changes des pays émergents", revue économique, volume 62, N°3 mai 2011, p456.
- ²⁸ **Dubravko Mihajlek and Frank Packer:** "Derivative in emerging markets", BIS Quarterly Review, December 2010, p44.
- ²⁹ **Bank for international settlement (BIS):** "Derivative financial instruments traded on organised exchanges" BIS Quarterly Review, December 2013, table 32A, available on the BIS website, http://www.bis.org/statistics/r_qa1412_hanx23a.pdf, accessed 20-03-2014.
- ³⁰ **Future industry (FIA):** Annual Volume Survey, march 2009, P2, available on the FIA website, http://www.futuresindustry.org/downloads/March_Volume.pdf.
- ³¹ إن الاعتماد على عدد العقود المتداولة يعطي النتائج المذكورة أعلاه، إلا أن الأخذ بعين الاعتبار حجم العقد سوف يعطينا نتائج مختلفة تماما. فعلى سبيل المثال نجد أن عدد العقود المتداولة في NSE هو 821,254,927 عقد أما في سوق البرازيل فالعدد يقدر ب 82,453,621 عقد فإذا علمنا أن حجم العقد في الهند هو 1000 دولار وفي البرازيل هو 50000 دولار سوف نجد أن المبلغ الإجمالي التداول في البرازيل أكبر بكثير من المبلغ المتداول في الهند لهذا يمكن القول أن الاعتماد على عدد العقود للحكم على حجم السوق قد يكون مضللا في ظل اختلاف حجم العقود.
- ³² **Sangita Misra and Harendra Behera:** " Non Deliverable Foreign Exchange Forward Market: An Overview", Occasional Papers Vol 27, N°3, Reserve Bank of India, Winter 2006 p26.
- ³³ idem