



سعر الصرف ومؤشراته

في ظل سيوع التضخم وتذبذب أسعار الفائدة

سعر الصرف ومؤشراته

في ظل تبوع التضخم وتذبذب أسعار الفائدة

د. سامر مظهر قنطقجي

رئيس تحرير مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية



@ FB , LinkedIn , Youtube

سعر الصرف، هو سعر عملة نسبة لأخرى نتيجة تحركات سوق العملات الواسع، الذي يتم فيه تداول العملات مقابل بعضها البعض، إضافة لعدد هائل من المضاربات – بما فيها المشتقات القائمة على العملات والتحوط –، وهذا ما يجعل أسعار الصرف تتقلب في كل ثانية. تُعدُّ العودة إلى القياس السلعي لتحديد سعر صرف عملة ما – كاختيار سلعة شائعة الاستعمال أمراً مألوفاً –، فقد استخدمت الحضارة الإسلامية التي امتدت لأغلب بلدان الأرض؛ حبة الشعير¹ كأساس للقياس، بينما استخدم مؤشر (ماك برغر)؛ وجبة البرغر الشائعة في العديد من البلدان لأنها قياسية في حجمها وجودتها.

فقد ثبت وزن الدرهم الإسلامي ب $\frac{7}{10}$ الدينار وكان وزنه ٢.٩٧ غراماً، وبذلك تم ربط الدرهم الفضي بالدينار الذهبي، وكلاهما تم ربطه بسلعة الشعير التي كانت سائدة في ذلك الوقت².

¹ القمح هو نبات حولي من الفصيلة النجيلية، يكون على شكل سنابل وبطحنه ينتج الدقيق الذي يستخدم في صناعة الخبز والبسكويت والكعك والمعكرونة. أما الشعير فهو نبات عشبي من الفصيلة النجيلية أيضاً، وهو أحد أنواع الحبوب الغذائية، ويعدُّ من أوائل الحبوب التي زرعت في العالم، يُستخدم بشكل شائع في صناعة الخبز والحساء وبعض المنتجات الصحية، ويُزرع ليكون علفاً للحيوانات بشكل رئيسي.

² قنطقجي، د. سامر مظهر، دور الحضارة الإسلامية في تطوير الفكر المحاسبي، رسالة دكتوراه، جامعة حلب، ٢٠٠٣.

قال ابن خلدون: "إن الإجماع منعقد منذ صدر الإسلام وعهد الصحابة والتابعين أن الدرهم الشرعي هو الذي وزن العشرة منه سبعة مثاقيل من الذهب، والأوقية منه أربعون درهما وهو على هذا لسبعة أعشار الدينار $\frac{7}{10}$ ، ووزن المثقال من الذهب اثنتان وسبعون حبة من الشعير، فالدرهم الذي هو سبعة أعشاره خمسون حبة وخُمسا الحبة $\frac{2}{5}$ ، وهذه المقادير كلها ثابتة بالإجماع"¹.

القيمة الداخلية للعملة المحلية

تحدد القيمة الداخلية للعملة المحلية – من وجهة نظر دولية – بقوتها الشرائية في السوق المحلية أي بما تمثله من سلع وخدمات، وبذلك يتأثر سعر الصرف بين مختلف العملات بمستويات الأسعار الداخلية².

تعود نظرية الأسعار الدولية إلى (جون ستوارت ميل) للقرن الثامن عشر، فالتجارة الدولية تصبح ممكنة ومربحة إذا تباينت في الدولتين نسبة التبادل الداخلية للسلعتين، إذ يمكن في هذه الحالة أن يكون السعر الدولي وسيطا بين السعيرين الداخليين، فيستفيد منه طرفا المبادلة. وتؤثر تلك الأسعار على قيمة الصادرات والواردات أي على الميزان التجاري لكلا الطرفين المتبادلين، وهذا ما نجد أثره على سعر صرف عملتيهما.

ولما كان التضخم عامل إضعاف للقوة الشرائية للعملة في بلدها لأنه يجعلها متآكلة، مما يوجب على المستهلك دفع مزيد من الوحدات النقدية مقابل السلع والخدمات المشتراة نفسها في فترة سابقة.

إذاً: يتأثر سعر الصرف بشدة كلما زادت حدة التضخم.

فكلما ارتفع سعر الصرف زاد العجز التجاري (لزيادة سعر الواردات ونقصان سعر الصادرات) فإذا رجحت كفة الواردات وكان البلد غير منتج أي غير مُصدّر فنحن أمام تضخم مستورد.

وهذا ما تفيد به نظرية تعادل القوة الشرائية Purchasing Power Parity PPP؛ حيث تتكيف العملات والأسعار طبقاً لسلة السلع والخدمات.

ولعل وجهة نظر البعض للتعويم التنظيمي للعملة عندما يتم تركها تطفو حسب وزنها في السوق، على أنها قضية مخيفة، فيعلقون على ذلك احتمالات حدوث مخاطر عديدة؛ هي وجهة مغايرة للحقيقة فالسوق حتى لو كانت مراقبة بشدة؛ فإنها تعوم عملتها بنفسها من خلال رفع أسعار السلع والخدمات

¹ ابن خلدون، المقدمة، ص ٢٦٣.

² الحريري، د. محمد خالد، الاقتصاد الدولي، منشورات جامعة دمشق، ١٩٧٦-١٩٧٧، ص ١١٤،

(بما فيها الذهب) التي يتم شراؤها بمقدار محدد مقارنةً بين فترتين؛ وبالتالي إذا تم استخدام سياسة سعر الصرف بشكل قسري، فسرعان ما تتحرك أسعار السوق لتعبر عن التعويم بشكل فعلي. أما التخوف الذي بسببه يتجنب معارضو التعويم هذه السياسة، فنتيجته تحرك سوق الظل عاكسة أسعار السلع والخدمات بشكل فعلي، فإذا طبقوا الرقابة النقدية الشديدة، فسرعان ما تنشأ سوق سوداء يتم فيها التبادل السوقي بمختلف أشكاله حيث تتشوه فيه أسعار كل شيء.

إذًا: التعويم قائم بكل الحالات، وإخفاؤه ما هو إلا حالة مرضية تعكس سوء حال الاقتصاد المحلي.

وهذا شيء لا يكون في الاقتصاد القوي لأن سعر صرف عملته لا ينخفض بالضرورة عند تعويمها، فهو يرتفع تارة وينخفض أخرى ضمن اليوم نفسه أكثر من مرة، تبعاً للإقبال عليها مقابل العملات الأجنبية، وهذه ردات طبيعية إن بقيت ضمن حدود معقولة.

إذًا: علاقة مؤشر الاستثمار بالدولار علاقة عكسية: حيث يتراجع مؤشر (الذهب أو الأسهم) بضغط من قوة الدولار أي كلما كان الدولار قويًا.

وطالما أن الدولار الأمريكي هو العملة العالمية المسيطرة على حركة الأسواق بنسبة كبيرة جدًا، فلا بد من وصفها بالعملة المهيمنة، وهذا ما يدعو الأسواق المحلية لترقب حركة سعر عملاتها المحلية مقابل الدولار دون غيره.

فما هي المؤشرات المساعدة في تحديد سعر الصرف الدولار وغيره من العملات؟

١- مؤشر الدولار العريض BDI:

إن لدى الاحتياطي الفيدرالي مؤشرًا¹ واسعاً يدعى Broad Dollar Index يشمل عملات أكبر ٢٢ شريكا تجاريا للولايات المتحدة، بما فيها اليورو والين والرنمينبي الصيني، والبيزو المكسيكي، ودولار هونغ كونج، والدولار الكندي، والريال البرازيلي، والبات التايلندي... إلخ. يتم ترجيح العملات في هذا المؤشر حسب حجم التجارة مع الولايات المتحدة. وهناك نسخة معدلة من التضخم من هذا المؤشر يسمى مؤشر الدولار العريض الحقيقي. ويعود هذا المؤشر لعام ٢٠٠٦، وقد ارتفع بنهاية شهر يونيو ٢٠٢٢ إلى أعلى مستوى له منذ بداية المؤشر، ليكسب ما يقارب ١١٪ منذ فبراير ٢٠٢١.

¹ Wolf Richter, US Dollar Exchange Rates and Inflation: What's Next?, Jul 14, 2022, [Link](#).

يفيد الدولار القوي في احتواء التضخم الهائل في بلده الأم؛ أي الولايات المتحدة، وعلى الرغم من كون الولايات المتحدة منتجاً قوياً للسلع والخدمات إلا أن كثيراً من منتجاتها يتم صناعتها في أماكن مختلفة، ثم يتم تجميعها في الولايات المتحدة لتبدو بأنها مستوردات.

فلماذا يرتفع الدولار مقابل اليورو والين رغم التضخم الكبير في الولايات المتحدة¹؟
هناك سببان واضحان:

أولاً، إن التضخم الهائل في منطقة اليورو هو نفسه في الولايات المتحدة، بل إن التضخم في بعض دول منطقة اليورو أسوأ بكثير ويزيد عن ٢٠٪، وكذلك فإن التضخم أخذ في الارتفاع في اليابان.

ثانياً، يسير بنك الاحتياطي الفيدرالي في مسار عدواني مع رفع أسعار الفائدة، بينما يحافظ كل من البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان على أسعار فائدة سلبية.

ومع تدهور أسعار صرف اليورو لابلد للبنك المركزي الأوروبي من التشديد مع أول رفع لسعر الفائدة هذا الشهر، ويتوقع الرفع بمعدل أكبر في سبتمبر. ورغم تعهد بنك اليابان في الوقت الحالي بعدم تشديد سياساته، إلا أن هذا قد يتغير إذا استمر الين في التدهور؛ لأن اليابان تعاني من عجز تجاري كبير، ويرجع ذلك جزئياً إلى انخفاض سعر صرف الين، مما يرفع تكلفة وارداتها، لأنها تستورد كميات هائلة من سلع الطاقة والغذاء ومواد أخرى وكثيراً من المكونات بما في ذلك الإلكترونيات الاستهلاكية وجميع أنواع الأشياء.

٢- مؤشر تكافؤ الفوائد غير المغطاة لتقييم العملات UIP:

يفسر تكافؤ الفوائد غير المغطاة **Uncovered Interest Parity**، سبب ارتفاع الدولار مؤخراً مقابل اليورو، ففي ١٢ يوليو، وصل الدولار الأمريكي إلى سعر صرف (واحد مقابل واحد) مع اليورو للمرة الأولى منذ عام ٢٠٠٢ (حصل انخفاض منذ ذلك الحين بشكل طفيف).

والمفترض أن التغييرات في أسعار الفائدة تدفع تحركات العملة إذا ارتفعت عوائد سندات الخزينة مقارنة بتلك الموجودة على السندات، فيجب أن يرتفع الدولار حتى يتوقع المستثمرون انخفاضه على مدى عمر السندات، بحيث لا يكون هناك أي عائد إضافي من شراء سندات الخزينة.

¹ Ibid, Richter.

إذاً: علاقة مؤشر الدولار مقابل أسعار الفائدة علاقة طردية: حيث يرتفع مؤشر الدولار مدعوماً برفع أسعار الفائدة.

٣- مؤشر الناتج المحلي الإجمالي المعدل PPP:

يتكيف مؤشر الناتج المحلي الإجمالي المعدل **GDP based on Purchasing Power Parity** مع الفروق في الناتج المحلي الإجمالي، فالبيورو يجب أن يتم تداوله بأقل من دولار، لأنه يأخذ في الاعتبار الفروق في أسعار المدخلات كالأرض والعمالة، التي يصعب أو يستحيل تداولها عبر الحدود، وبالتالي تعكس الدخل المحلي.

٤- مؤشر بيغ ماك Big Mac Index



تم إيجاد هذا المؤشر من قبل مجلة الايكونومست البريطانية عام ١٩٨٦ لمعرفة فيما إذا كانت العملات التفاعلية المقارنة هي في مستواها الصحيح. وهو يستند على نظرية تعادل القوة الشرائية PPP؛ حيث يجب أن تتحرك أسعار الصرف على المدى الطويل نحو السعر الذي من شأنه معادلة أسعار سلة متطابقة من السلع والخدمات (حالة مؤشر البرغر) في أي دولتين.

وليس المقصود باقتصاديات **Burgernomics** أن يكون مقياساً دقيقاً لاختلال العملة، بل هو أداة لجعل نظرية سعر الصرف أكثر قابلية للفهم. ورغم ذلك، أصبح هذا المؤشر معياراً عالمياً، مدرجاً في العديد من الكتب المدرسية الاقتصادية وموضوعاً لعشرات الدراسات الأكاديمية، وبالنسبة لأولئك الذين يأخذون وجباتهم السريعة على محمل الجد، فيحسب على أنه مؤشر للذواعة. مثال ذلك؛ تبلغ تكلفة بيغ ماك في بريطانيا ٣.٦٩ جنيهًا إسترلينياً، وفي الولايات المتحدة ٥.١٥ دولاراً أمريكياً، فيكون سعر الصرف الضمني يبلغ ٧٢٪، بينما يمثل سعر الصرف الفعلي ٨٣٪، ويفسر ذلك الاختلاف بأن الجنيه البريطاني مقومٌ بأقل من قيمته الحقيقية بنسبة ١٣.٨٪.

ماكدونالد Macdonalds

لدى ماكدونالد أكثر من ٣٦٠٠٠ فرعاً في ١٢٠ دولة حول العالم، وتخدم يومياً أكثر من ٧٠ مليون زبون. وبما أن البرغر منتج قياسي من حيث نوعية المكونات والوزن والتعبئة والجودة، وبسبب توزع انتشاره الواسع تم اللجوء إليه كوحدة قياس سلعية قابلة للمقارنة.

The Big Mac index

Country	2000 — 2022	Under/over valued, %
Switzerland	Franc	30.3
Norway	Krone	21.6
Uruguay	Peso	18.1
Sweden	Krona	8.5
Canada	C\$	2.0
United Sta...	US\$	BASE CURRENCY
Lebanon	Pound	-1.4
Israel	Shekel	-4.0
UAE	Dirham	-4.8
Euro area	Euro	-7.5
Australia	A\$	-10.2
Argentina	Peso	-11.3
Saudi Arabia	Riyal	-12.1
Britain	Pound	-13.8
New Zealand	NZ\$	-14.0
Brazil	Real	-17.5
Bahrain	Dinar	-17.6
Singapore	S\$	-17.7
Kuwait	Dinar	-17.9
Czech Rep.	Koruna	-22.9

Adjust the index to account for GDP per person

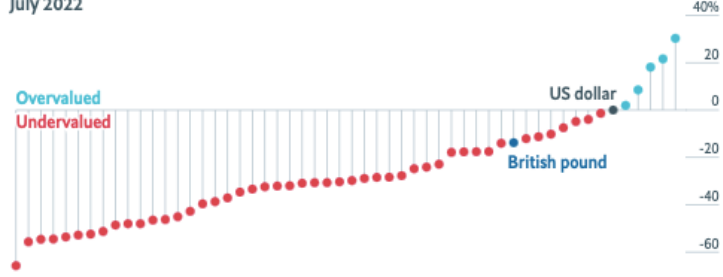
Choose a base currency: US dollar

Show index at: Jul 2022

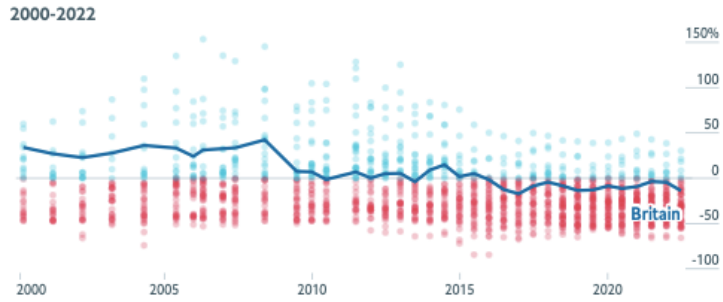
Raw index (selected)

GDP-adjusted

The British pound is 13.8% undervalued against the US dollar July 2022



A Big Mac costs £3.69 in Britain and US\$5.15 in the United States. The implied exchange rate is 0.72. The difference between this and the actual exchange rate, 0.83, suggests the British pound is 13.8% undervalued

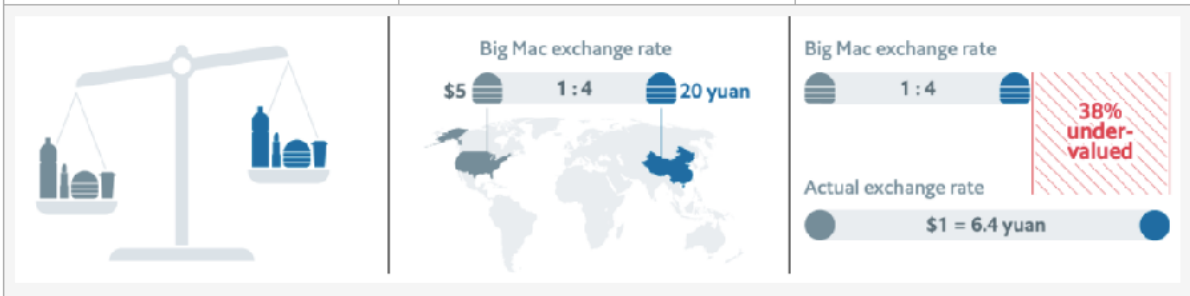


آلية العمل:

باستخدام البورغر، يمكننا تقدير مقدار انخفاض قيمة إحدى العملات أو المبالغة في تقييمها بالنسبة إلى عملة أخرى

يمكن للاختلافات في الأسعار المحلية - في حالتنا، بالنسبة إلى بيغ ماك - أن تشير إلى سعر الصرف الذي يجب أن يكون عليه

يعني تكافؤ القوة الشرائية أن أسعار الصرف تحدد بها قيمة السلع التي يمكن للعملات شراؤها



1

2

3

$$BigMacExchangeRate = \frac{Y24.40}{\$5.81} = 4.20$$

$ActualExchangeRate = 6.37$

$$Over/UnderValuedCalculation = \frac{4.20 - 6.37}{6.37} = -34\%$$



The Economist

يُعالج مؤشر بيغ ماك المعدل نسبة
للناتج المحلي الإجمالي، وتتركز
انتقاداته بأن التوقع هو بأن يكون
متوسط أسعار البرغر أرخص في
البلدان الفقيرة منه في البلدان
الغنية؛ بسبب تفاوت تكاليف
العمالة، وهذه إشارات تعادل القوة
الشرائية PPP إلى حيث يجب أن
تتجه أسعار الصرف على المدى
الطويل؛ حيث تزداد ثراء دولة مثل
الصين، رغم أنها لا تقول الكثير
عن معدل التوازن الحالي.

إذًا: قد تكون العلاقة بين الأسعار والناتج المحلي الإجمالي للفرد دليلاً أفضل للقيمة العادلة الحالية للعملة.

وفعلًا تم تحديث مؤشر Big Mac في يوليو ٢٠٢٢، لاستخدام السعر المقدم من Mcdonalds للولايات المتحدة. وتم تغيير المنهجية الخاصة بكيفية حساب مؤشر الناتج المحلي الإجمالي المعدل، والذي سيتم تعديل تاريخه بالكامل كلما تم تحديث سلسلة الناتج المحلي الإجمالي التاريخية لصندوق النقد الدولي. وتتوفر الإصدارات المنشورة مسبقاً لكلا المؤشرين في الأرشيف. وقد تم تحديث المؤشر المعدل حسب الناتج المحلي الإجمالي في يناير ٢٠٢١ ليشمل المزيد من البلدان، يمكن تنزيل البيانات وقراءة منهجية مؤشر بيغ ماك (من الرابط).

إن التحركات الأخيرة لل UIP (حسب ما يوضحه الشكل) تبين أنه أفضل من PPP؛ فعندما تتعثر أسعار الصرف مع أسعار الفائدة، يمكن للمتداولين تحقيق ربح بلمسة زر واحدة، إلى الحد الذي تقدم

فيه القوة الشرائية المتغيرة فرصاً. أما في حالة الأشخاص والشركات الذين يغيرون مواقع الإنتاج أو يشحنون البضائع عبر الحدود فهذا غير ممكن، لأنه يستغرق وقتاً، مما يجعل مؤشر بيغ ماك غير منطقي¹. كما أن PPP قد يفشل حتى داخل مناطق العملات.

إن خلاصة ما توفره بيانات مؤشر بيغ ماك: أن الدولار لا يبدو قوياً تماماً. أما ما يجب التنبيه له أنه:

إذا ارتفع سعر كل شيء، فهذا معناه؛ أن العملات الورقية في سباق نحو القاع لفقدانها قيمتها (بما في ذلك الدولار).

حماة (حماها الله) ٢٤ محرم ١٤٤٤ هـ الموافق ٢٢ أغسطس/آب ٢٠٢٢ م

المراجع:

- ٠١ ابن خلدون، المقدمة.
- ٠٢ الحريري، د. محمد خالد، الاقتصاد الدولي، منشورات جامعة دمشق، ١٩٧٦-١٩٧٧.
- ٠٣ قنطججي، د. سامر مظهر، دور الحضارة الإسلامية في تطوير الفكر الحاسبي، رسالة دكتوراه، جامعة حلب، ٢٠٠٣.
4. The Economist, Dollar_euro parity may be justified. But the yen looks cheap as chips, Jul 21st 2022, [Link](#).
5. The Economist, The Big Mac index, Jul 2st 2022, [Link](#)
6. Wolf Richter, US Dollar Exchange Rates and Inflation: What's Next?, Jul 14, 2022, [Link](#).

¹ Ibid, The Big Mac index.