

# مذكرة مناقشة مركزة

يناير/كانون الثاني 2006

رقم 31

مخاطر أسعار الصرف الأجنبي في مجال التمويل الأصغر:  
ما هي وكيف يمكن إدارتها والتعامل معها؟

## مقدمة

يوجد العديد من مؤسسات التمويل الأصغر المقترضة التي لا تدبر إمكانية تعرضها لمخاطر أسعار الصرف الأجنبي بشكل كافٍ. هناك ثلاثة عناصر على الأقل لمخاطر أسعار الصرف الأجنبي: (1) مخاطر تخفيض سعر العملة أو انخفاض قيمتها، (2) مخاطر قابلية تحويل العملات، و(3) مخاطر نقل الأموال. وتنشأ مخاطر انخفاض سعر العملة أو انخفاض قيمتها في مجال التمويل الأصغر عادةً عندما تحصل مؤسسة التمويل الأصغر على قرض بالعملة الأجنبية، غالباً بالدولار الأمريكي أو اليورو. ثم تقوم بإقراض هذه الأموال بالعملة المحلية. ومن ثم يصبح على مؤسسات التمويل الأصغر التزامات بالعملة الصعبة بينما تتوفر لديها أصول بالعملة المحلية (وفي هذه الحالة، يقال إن الميزانية العمومية لمؤسسة التمويل الأصغر تحتوي على "عدم توافق في العملات"). ومن شأن حدوث أية تقلبات في القيم النسبية لهاتين العملتين أن يؤثر عكسياً على السلامة المالية لهذا المنظمة. وتشكل مخاطر قابلية تحويل العملة عنصراً آخر محتملاً من عناصر مخاطر الصرف الأجنبي. وفي إطار مقاصد تلك المذكرة، تشير مخاطر قابلية التحويل إلى مخاطر امتناع الحكومة الوطنية عن بيع النقد الأجنبي للمقترضين أو غيرهم من عليهم التزامات مقومة بالعملة الصعبة. أما مخاطر نقل الأموال فتشير إلى مخاطر عدم سماح الحكومة الوطنية بخروج النقد الأجنبي من البلاد بغض النظر عن مصدرها.

وتعد مؤسسات التمويل الأصغر معرضة بصفة خاصة لمخاطر أسعار الصرف الأجنبي نظراً لعمليتها في البلدان النامية التي تكون فيها مخاطر انخفاض قيمة العملة أعلى ما يكون. وكما قد يلاحظ أي متمرس في مجال عمليات إعادة هيكلة الديون السيادية التي شهدتها حقبتا الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي، فإن مخاطر قابلية التحويل ونقل الأموال تحدث أيضاً بصورة دورية في البلدان النامية. على الرغم من كونها أقل شيوعاً من مخاطر انخفاض سعر العملة أو انخفاض قيمتها، ومن ناحية أخرى، يشير استقصاء حديث عن مؤسسات التمويل الأصغر أجرته المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء<sup>1</sup>، إلى أن 50 في المائة من مؤسسات التمويل الأصغر لا تمتلك أية وسائل لحمايتها من مخاطر الصرف الأجنبي. وتلك المؤسسات التي لا تمتلك أية وسائل للحماية من التعرض للمخاطر - أو تلك التي لا تحمي نفسها إلا بشكل جزئي - لديها العديد من الأسباب التي تدفعها إلى ذلك. فليس من الضروري دائماً التحوط بنسبة 100 في المائة من مخاطر الصرف. ولكن تشير الإجابات على هذا الاستقصاء إلى وجود قصور عام في فهم مخاطر الصرف الأجنبي ومدى تعرض مؤسسات التمويل الأصغر لتلك المخاطر.

وتستهدف مذكرة المناقشة المركزة هذه بشكل رئيسي زيادة درجة الوعي داخل قطاع التمويل الأصغر بالقضايا المرتبطة بمخاطر الصرف الأجنبي. وهي تبدأ أولاً بشرح ماهية مخاطر الصرف. وثانياً، تنظر في

1 استقصاء عن احتياجات التمويل أجرته كل من المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء/مركز خدمة تبادل المعلومات بشأن التمويل الأصغر (MIX) (انظر Ivatary, G., and J. Abrams, "The Market for Microfinance Foreign Investment: Opportunities and Challenges" presented at KfW Financial Sector Development Symposium



يضم مؤلفو مذكرة المناقشة المركزة تلك كلاً من: سكوت فيذرستون، استشاري، وإليزابيث ليتفيلد، المدير التنفيذي للمجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء (CGAP)، وباتريشيا موانغي، أخصائية التمويل الأصغر، بالمجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء.

المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء هي اتحاد يضم 31 من الوكالات الإيمانية التي تساند التمويل الأصغر. يتوفر المزيد من المعلومات على موقع المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء على شبكة الإنترنت: [www.cgap.org](http://www.cgap.org)

بناء الخدمات المالية من أجل الفقراء



الأساليب التي تطبقها مؤسسات التمويل الأصغر وكذلك المستثمرون لإدارة تلك المخاطر. وأخيراً، تصدر توصياتها بشأن إدارة أو تجنب التعرض لمخاطر الصرف.

## ما هي مخاطر الصرف الأجنبي في مجال التمويل الأصغر؟

وفي معظم الأحيان، تنشأ مخاطر الصرف الأجنبي عندما تؤثر التقلبات في القيم النسبية للعملة في الوضع التنافسي أو السلامة المالية للمنظمة.<sup>2</sup> أما بالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر، تنشأ مخاطر انخفاض سعر العملة أو انخفاض قيمتها عادة، عندما تقرض مؤسسة التمويل الأصغر أموالاً بالعملة الأجنبية ثم تقوم بإقرضها بالعملة المحلية.

يعود التمويل بالعملة الأجنبية على مؤسسات التمويل الأصغر بالعديد من المزايا الممكنة. حيث يمكنه أن يوفر رأسمال ربما لا يكون متاحاً محلياً؛ ويمكنه أن يساعد في تعبئة موارد مالية محلية؛ ويمكن أن تكون شروطه سخية ومرنة؛ ومن الممكن أن تتحول جهات الإقراض الأجنبية إلى جهات استثمار مستقبلية في رأس المال؛ وكثيراً ما يكون الحصول عليها أسهل من الأموال المتاحة محلياً.

وإذا كانت الالتزامات المقومة بالعملة الأجنبية (كالقروض المقومة بالدولار الأمريكي أو اليورو) موازنة بمقدار مساوٍ من الأصول المقومة بنفس العملة الأجنبية (على سبيل المثال، الاستثمارات المقومة بالدولار الأمريكي أو اليورو)، فلن تتضرر مؤسسة التمويل الأصغر بتقلبات أسعار الصرف. أما إذا لم تكن الالتزامات التي بالعملة الأجنبية موازنة بأصول بالعملة الأجنبية، فسيكون هناك عدم توافق في العملة. وقد تتكبد مؤسسة التمويل الأصغر خسائر كبيرة عندما تنخفض قيمة العملة المحلية (أو تفقد قيمتها) أمام العملة الأجنبية. ويعني ذلك أن قيمة أصول مؤسسة التمويل الأصغر تهبط بالمقارنة مع الالتزامات.<sup>3</sup> وبالتالي، يؤدي ذلك إلى زيادة مقدار العملة المحلية اللازمة لتغطية المدفوعات من الدين بالعملة الأجنبية.

على سبيل المثال، يفرض أن إحدى مؤسسات التمويل الأصغر اقترضت 500000 دولار أمريكي، ويفرض أن أجل استحقاق هذا القرض 3 سنوات، وهو قرض بفائدة فقط<sup>4</sup> بسعر ثابت يبلغ 10 في المائة في العام، مع سداد مدفوعات الفائدة المستحقة كل 6 أشهر، وكان سعر الصرف، في وقت القرض، 1 دولار أمريكي : 10 من العملة المحلية. وعليه، فإن دين مؤسسة التمويل الأصغر يكافئ 5 مليون بالعملة المحلية في بداية القرض.

وإذا فقدت العملة المحلية قيمتها بمعدل ثابت يبلغ 5 في المائة كل 6 أشهر، فإنه عند استحقاق القرض، سيلزم توفر 6.7 مليون من العملة المحلية لسداد المبلغ الأصلي بالدولار الأمريكي. وبأخذ ذلك الأمر

في الحسبان،<sup>5</sup> يتضح أن سعر القرض الأصلي الثابت البالغ 10 في المائة في العام، قد زاد، بالفعل، إلى 21 في المائة.<sup>6</sup> فانخفاض قيمة العملة أضاف 11 في المائة إلى سعر الفائدة، وهو ما يعني زيادة تربو على 100 في المائة فوق سعر الفائدة الاسمي الأصلي الثابت. ولو هبطت قيمة العملة المحلية للبلد النامي إلى 1 دولار أمريكي : 30 من العملة المحلية في العام الأول للقرض، فسيكون الأثر أكثر سوءاً، وستحتاج مؤسسة التمويل الأصغر إلى 15 مليون من العملة المحلية لسداد المبلغ الأصلي بالدولار الأمريكي، عند استحقاق القرض - وهو ما يمثل زيادة بنسبة 300 في المائة بالعملة المحلية. ومن ثم يصبح سعر الفائدة الفعلي 59 في المائة أو 400 في المائة زيادة على السعر السنوي الثابت البالغ 10 في المائة.<sup>7</sup>

وليس ذلك كل شيء، فبالإضافة إلى مخاطر سعر الصرف، تتعرض مؤسسات التمويل الأصغر أيضاً إلى مخاطر قابلية تحويل ونقل العملات بنفس الدرجة التي تتعرض إليها أية مؤسسة أخرى لديها التزامات عبر الحدود مقومة بالعملة الصعبة. وفي كلتا الحالتين - مخاطر قابلية التحويل ونقل العملات - يتوفر لدى مؤسسة التمويل الأصغر القدرة على أداء مدفوعاتها من العملة الصعبة، ولكنها لا تتمكن من ذلك بسبب القيود والمخاطر التي تفرضها الحكومة الوطنية على إتاحة العملات الأجنبية للبيع أو نقل العملة الصعبة إلى خارج البلد.

## ما الذي يقوم به كل من مؤسسات التمويل الأصغر والمستثمرين تجاه مخاطر الصرف الأجنبي؟<sup>8</sup>

توجد أمام المنظمات المعرضة لمخاطر الصرف الأجنبي ثلاثة خيارات. الأول، هو أن تختار ألا تفعل شيئاً تجاه تعرضها للمخاطر وتتقبل نتائج التغييرات في قيم العملة أو احتمال أن تفرض الحكومة قيوداً على

<sup>2</sup> انظر Eun, C., and B. Resnick. 2004. *International Financial Management*. McGraw Hill Irwin, p. 26.

<sup>3</sup> انظر الملحق "ألف" للاطلاع على المزيد حول أسباب تغير القيم النسبية للعملات.

<sup>4</sup> القرض بفائدة فقط هو القرض الذي تدفع فائدته على مدى عمر القرض. بينما لا يسدد المبلغ الأصلي إلا بعد استحقاق القرض.

<sup>5</sup> يحسب سعر الفائدة الفعلي عن طريق تحديد معدل العائد الداخلي. أي معدل الخصم الذي من شأنه توفير التدفقات النقدية بصافي قيمة حالية تبلغ صفراً.

<sup>6</sup> انظر السيناريو 1 في الملحق بـأ.

<sup>7</sup> انظر السيناريو 2 في الملحق بـأ.

<sup>8</sup> هذا القسم مستخلص من عدة دراسات منشورة حديثاً، تشمل Holden, P., and S. Holden, 2004, *Foreign Exchange Risk and Microfinance Institutions: A Discussion of the Issues*; Crabb, P., 2003, *Foreign Exchange Risk Management Practices for Microfinance Institutions*, 2003; and Women's World Banking, 2004, *Foreign Exchange Risk Management in Microfinance*

## مثال 1. الأدوات التحوطية التقليدية

تقوم مؤسسة (Thaneakea Phum)، وهي مؤسسة تمويل أصغر بكمبوديا، بمنح قروض بالباهت النابندي (THB) إلى العملاء المقيمين بالقرب من الحدود بين كمبوديا وتايلند. وفي أوائل عام 2003، اقترضت هذه المؤسسة مبلغ 655100 يورو على أساس قصيرة الأجل (3 أشهر) وأقرضت تلك الأموال بالباهت النابندي. ولحماية نفسها من التحركات العكسية في أسعار صرف اليورو مقابل الباهت، اشترت مؤسسة (Thaneakea Phum) عقداً آجلاً. وقد ألزمتها هذا العقد ببيع الباهت وشراء اليورو في المستقبل بكميات تتيح لها سداد القرض البالغ 655100 يورو مع الفوائد المترتبة. ومن خلال حصولها على ذلك العقد الآجل، كان في مقدورها أن تخفف من تعرضها للتحركات العكسية في أسعار صرف اليورو مقابل الباهت.

(المصدر: سوسيتيه جنرال (Societe Generale))

ذلك، تتمكن بعض مؤسسات التمويل الأصغر وكذلك المستثمرين في قطاع التمويل الأصغر من التحوط أو تغطية التعرض لمخاطر الصرف الأجنبي بطرق أخرى. وفيما يلي استعراض موجز لأكثر الطرق المستخدمة شيوعاً.

### الأدوات التحوطية التقليدية

تتوفر مجموعة متنوعة من الأدوات التقليدية المستخدمة للتحوط ضد مخاطر الصرف الأجنبي:

- **العقود الآجلة والمستقبلية** - اتفاقات بمقتضاها يتم صرف أو بيع العملة الأجنبية بسعر معين في المستقبل. (انظر مثال 1).
- **المقايضات** - اتفاقات يتم بمقتضاها صرف (أو بيع) مقدار من العملة الأجنبية الآن وإعادة بيعها (أو إعادة شرائها) في المستقبل، في آن واحد.
- **الخيارات** - أدوات توفر خياراً، وليس إلزاماً، بشراء (حق الخيار في الشراء "call") أو بيع (حق الخيار في البيع الآجل "put") عملة أجنبية في المستقبل. بمجرد أن تصل قيمة العملة إلى سعر معين، متفق عليه مسبقاً، أو السعر "المحدد سلفاً".

### المزايا

- يؤدي استخدام أدوات التحوط التقليدية إلى استبعاد تعرض مؤسسة التمويل الأصغر إلى خسائر في رأس المال نتيجة لانخفاض قيمة العملة المحلية.
- يوفر استخدام تلك الأدوات القدرة على الحصول على رأس المال الذي قد لا يكون متاحاً محلياً أو على رأس مال بشروط أكثر سخاء ومرونة من المتاح محلياً.
- يوفر استخدام تلك الأدوات وسيلة للقضاء على مخاطر قابلية تحويل العملة ونقل الأموال من خلال ترتيبات المقايضة.

إتاحة أو نقل العملة الأجنبية. (لا يوصى باتباع نهج "عدم فعل شيء" على الأقل مع حالات التعرض لمخاطر كبيرة). وثانيها، "التحوط" من التعرض للمخاطر. على سبيل المثال، يمكن للمنظمة شراء أداة مالية تخميها من عواقب التحركات العكسية في أسعار الصرف الأجنبي. وأخيراً، يمكنها اعتماد وضع يسمح بالتحوط الجزئي من المخاطر. بعد استعراض تلك المخاطر بعناية، يشير استقصاء المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء<sup>9</sup> إلى أن 25 في المائة فقط من مؤسسات التمويل الأصغر التي عليها قروض مقومة بالعملة الأجنبية تتخذ إجراءات تحويلية لمواجهة مخاطر انخفاض قيمة العملة أو انخفاض سعرها، و 25 في المائة تتخذ إجراءات تحويلية جزئية فقط. أما المنظمات التي تتخذ خطوات للحد من مخاطر قابلية تحويل ونقل العملة أو تقليلها، فتبلغ نسبتها أقل من ذلك.

هناك تكاليف للتحوط، كما إنه ثبت وجود صعوبات كبيرة تكتنف تطبيقه. ونظراً لتأخر الأسواق المالية في البلدان التي تعمل فيها أغلب مؤسسات التمويل الأصغر، فإن تكاليف التحوط، بالإضافة إلى قلة حجم تعاملات الصرف الأجنبي التي تجريها مؤسسات التمويل الأصغر، يمكن أن تكون كبيرة وربما باهظة. وفي بعض البلدان، قد لا تتوفر أدوات تحويلية. علاوة على ذلك، كثيراً ما تكون مدة القرض بالعملة الصعبة أطول من مدة الأدوات التحوطية المتاحة. وبالرغم من

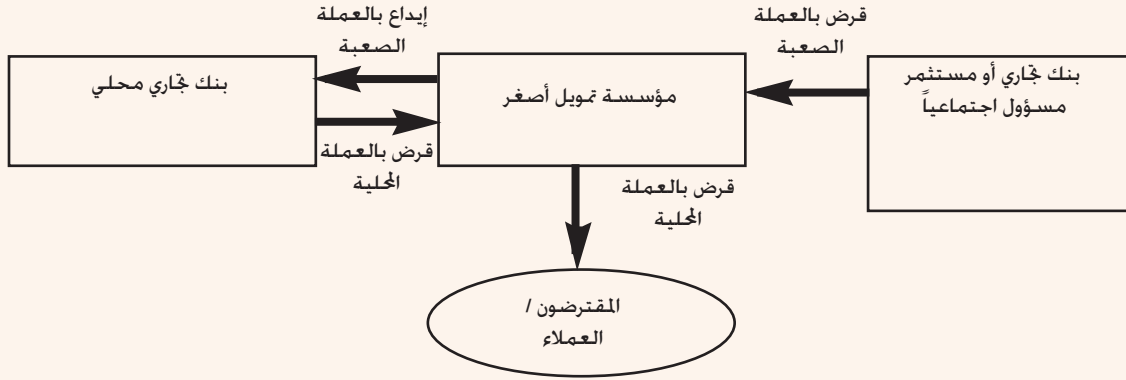
### لماذا لا تتحوط مؤسسات التمويل الأصغر ضد مخاطر الصرف الأجنبي؟

20%	تكاليف التحوط باهظة للغاية
20%	العملة المحلية تبدو مستقرة
20%	يمكن لمؤسسة التمويل الأصغر امتصاص المخاطر
40%	أسباب أخرى*

\*من بين الأسباب الأخرى: "لم نعد ذلك الأمر اهتماماً كبيراً!"  
"ليس من السهل الحصول على [أداة تحويلية]".  
"لا يعد [التحوط] مناسباً لنا لأن تكاليفه باهظة جداً".  
"المخاطر مدمجة في أسعار الفائدة التي نفرضها على [العملاء]".

<sup>9</sup> من بين 216 مؤسسة تمويل أصغر استجابت لاستقصاء المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء، أفادت 105 مؤسسات، أو ما يقارب النصف، بحصولها على قروض بالعملة الصعبة.

## مخطط 1. القروض المسندة بقروض أخرى



بالعملة الأجنبية في ذلك البنك المحلي لإغرائه بمنح مؤسسة التمويل الأصغر قرضاً مقوماً بالعملية المحلية. علاوة على ذلك، فإن تنظيم معظم القروض المسندة بقروض أخرى لا يؤدي أي دور في حماية مؤسسة التمويل الأصغر من مخاطر قابلية تحويل العملة ونقل الأموال.

ويتضمن هذا التنظيم، عادة، تلقي مؤسسة التمويل الأصغر قرضاً بالعملية الأجنبية وإيداعه في بنك محلي. وباستخدام ذلك الإيداع كضمان مالي أو شبه ضمان عن طريق إعطاء البنك المحلي الحق التعاقدى للمقاصة من الإيداع، يمكن لمؤسسة التمويل الأصغر أخذ قرض مقوم بالعملية المحلية لاستخدامه في تمويل حافطة قروضها. وعادة ما يكون القرض بالعملية المحلية غير محمل بديون. مما يعني، أن الإيداع بالعملية الأجنبية يوفر أماناً كاملاً للبنك المحلي. وبمجرد أن تسدد مؤسسة التمويل الأصغر دينها المحلي، يفرج البنك المحلي عن الوديعة بالعملية الأجنبية، والتي ستستخدم فيما بعد في سداد القرض المقوم بالعملية الأجنبية الخاصة بالمقرض الأصلي. (انظر مخطط 1 ومثال 2).

### المساوي

- لا تساند العديد من الأسواق المالية في البلدان التي تعمل بها معظم مؤسسات التمويل الأصغر تلك الأدوات؛ إلا أنه توجد شواهد على بداية انتشار استخدام تلك الأدوات في بعض البلدان النامية.<sup>10</sup>
- ربما تكون تكاليف استخدام تلك الأدوات باهظة نظراً لصغر حجم معاملات الصرف الأجنبي التي تجرّيها مؤسسات التمويل الأصغر عادة، كما تفوق أيضاً مدة القروض الأجنبية مدة أدوات التحوط المتاحة في الأسواق المالية المحلية ضعيفة النشاط.
- المسائل المتعلقة بالجدارة الائتمانية تجعل من الصعب على مؤسسات التمويل الأصغر شراء تلك الأدوات الاشتقاقية.

### القروض المسندة بقروض أخرى

تعد القروض المسندة بقروض أخرى، في الوقت الحالي، من أكثر الطرق المستخدمة شيوفاً في قطاع التمويل الأصغر للتحوط ضد مخاطر انخفاض سعر العملة أو انخفاض قيمتها.<sup>11</sup> ولكن آلية القروض المسندة بقروض أخرى قد تعرض مؤسسة التمويل الأصغر إلى المخاطر الائتمانية للبنك المحلي، وقد يصل الأمر إلى حد الإيداع بالعملية

<sup>10</sup> تمتلك كل من كوريا، والهند، وإندونيسيا، والفلبين، وتايلند، وتشيكوسلوفاكيا، وهنغاريا، وبولندا، وسلوفاكيا، والمكسيك، وجنوب أفريقيا، والبرازيل، وغيرها من البلدان، بصورة أو بأخرى،

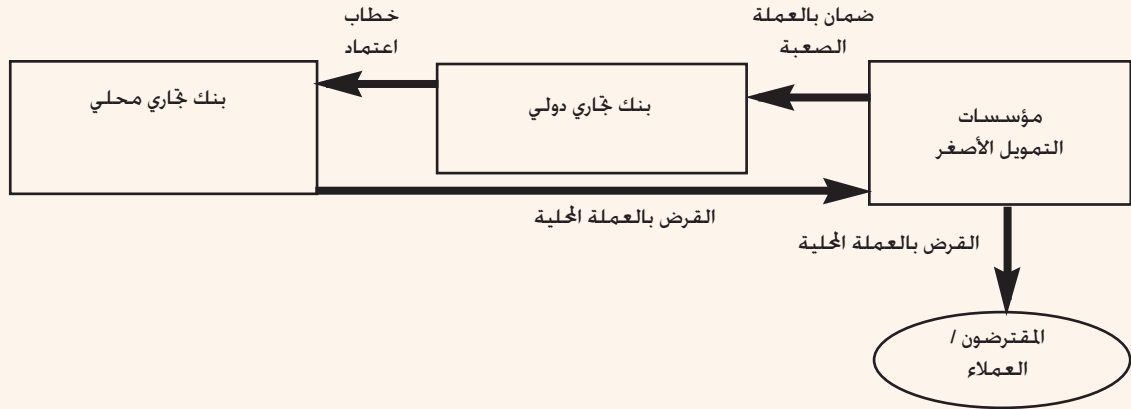
أسواقاً في تلك الأدوات الاشتقاقية (المصدر نفسه، صفحة 15).

<sup>11</sup> Holden and Holden, p. 8

### مثال 2. القروض المسندة بقروض أخرى

تقوم المؤسسات التابعة للمؤسسة المصرفية العالمية النسائية (WWB) في كل من كولومبيا والجمهورية الدومينيكية بإيداع قروضها بالدولار الأمريكي في بنك تجاري. ويقوم ذلك البنك، بدوره، بإصدار قروض بالعملية المحلية لتلك المؤسسات التابعة. ويحتفظ بالوديعة الدولار كضمان للقرض بالعملية المحلية. وفي بعض البلدان، يمكن لبنك واحد أن يتلقى ويصدر الإيداعات والقروض المشار إليها آنفاً. بينما في أخرى - مثل كولومبيا - يلزم وجود بنك أجنبي تابع لتلقي الإيداعات بالدولار الأمريكي بينما يصدر البنك المحلي القرض بالعملية المحلية. وتولي المؤسسة المصرفية العالمية النسائية عناية خاصة بالقوة المالية للمؤسسة المتلقية للإيداعات. وكذلك تضع في اعتبارها مدى توفر التأمين على الودائع ومستوى ذلك التأمين للحماية ضد المخاطر، بحيث تضمن عدم خسارة المؤسسات التابعة لها لودائعها في حالة حدوث انهيار للمؤسسة التي تحتفظ بالودائع. (المصدر: WWB, Foreign Exchange Risk Management in Microfinance, 2004)

## مخطط 2. خطابات الاعتماد



### خطابات الاعتماد

### المزايا

- غير عرضة لخسارة رأس المال في حالة انخفاض قيمة العملة المحلية.
- توفر القدرة على الحصول على رأس المال الذي ربما لا يكون متوفراً محلياً ويمكنها تعبئة الأموال المحلية.
- توفر القدرة على الحصول على رأس المال الذي من الممكن أن يكون أكثر سخاء ومرونة من حيث شروطه من ذلك المتاح محلياً.

### المساوئ

- تظل هناك احتمالات للتعرض لزيادة تكاليف خدمة الدين في حالة انخفاض قيمة العملة المحلية.
- يجب دفع فائدة على القرض المحلي والفرق بين الفائدة المفروضة من قبل مقرض العملة الصعبة والفائدة المتحققة من إيداع العملة الصعبة.
- توجد احتمالات للتعرض لمخاطر قابلية تحويل العملة ونقل الأموال والتي من الممكن أن خد من القدرة على الحصول على العملة الأجنبية أو تمنع نقل العملة الأجنبية خارج البلد. ومن ثم جعل من المستحيل على مؤسسة تمويل أصغر تتمتع بالجدارة الائتمانية أن تسدد قرضها بالعملة الصعبة. ومن شأن ذلك أن يجعل المستثمر غير راغب في منح قرض.
- يوجد احتمال للتعرض لمخاطر الائتمان على الودائع بالعملة الصعبة في حالة انهيار البنك المحلي.

تشبه طريقة خطابات الاعتماد طريقة القروض المسندة بقروض أخرى من عدة أوجه. وتلجأ بعض مؤسسات التمويل الأصغر الأكبر حجماً إلى استخدام تلك الطريقة. فمن خلال استخدام طريقة خطابات الاعتماد، تقدم مؤسسة التمويل الأصغر ضماناً بالعملة الصعبة. ويكون ذلك عادة على هيئة إيداع نقدي، إلى بنك جاري دولي، الذي يقدم بدوره خطاب اعتماد إلى البنك المحلي. وفي بعض الأحيان، يكون البنك المحلي تابعاً بصورة مباشرة للبنك التجاري الدولي (كفرع أو شركة شقيقة) أو ربما يكون البنك المحلي على علاقة مراسلة مصرفية مع ذلك البنك التجاري الدولي. وقد لا تكون هناك أية علاقة بين البنكين في أحيان أخرى. ومن ثم يقدم البنك المحلي قرضاً بالعملة المحلية لمؤسسة التمويل الأصغر، مستخدماً خطاب الاعتماد كضمان. (انظر مخطط 2 ومثال 3).

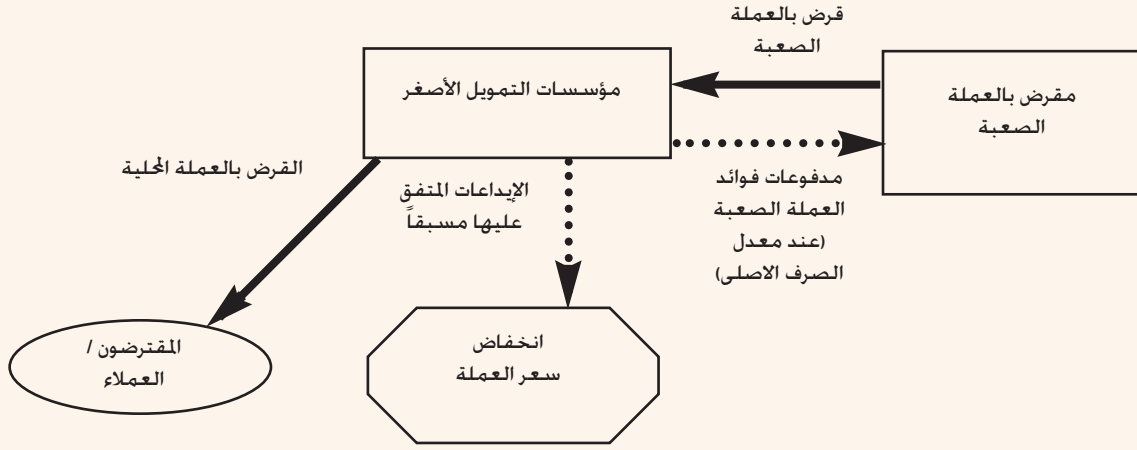
### المزايا

- غير معرضة لخسارة رأس المال في حالة انخفاض قيمة العملة المحلية (الحماية ضد مخاطر انخفاض سعر أو انخفاض قيمة العملة).
- يمكنها زيادة فعالية وتعزيز الإيداعات النقدية وخطابات الاعتماد لتوفير قرض محلي أكبر.

## مثال 3. خطابات الاعتماد

سعت مؤخراً إحدى مؤسسات التمويل الأصغر بالمغرب، الأمانة (AA)، إلى الحصول على مساعدة من الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية (USAID) لتنمية حافظة قروضها المحلية. وكان القرض المقدم من الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية إلى مؤسسة الأمانة بالدولار الأمريكي. أودعت مؤسسة الأمانة تلك الأموال في أحد فروع بنك سوسيتيه جنرال (SG) في الولايات المتحدة. أصدر بنك سوسيتيه جنرال خطاب اعتماد باليورو إلى سوسيتيه جنرال المغربي للمصارف (SGMB) في المغرب. مستخدماً تلك الوديعة كضمان. وبموجب خطاب الاعتماد، أصدر سوسيتيه جنرال المغربي للمصارف قرضاً إلى مؤسسة الأمانة بالعملة المحلية المغربية - الدرهم. وبهذه الطريقة، أمكن تخفيف آثار تعرض مؤسسة الأمانة للتقلبات العكسية في أسعار صرف الدرهم مقابل الدولار الأمريكي. (المصدر: سوسيتيه جنرال (Societe Generale))

### مخطط 3. القروض بالعملة المحلية المسددة بالعملة الصعبة مع وجود حساب لانخفاض سعر العملة



#### القروض بالعملة المحلية المسددة بالعملة الصعبة مع وجود حساب لانخفاض سعر العملة

بموجب هذا الترتيب<sup>12</sup> يقدم المقرض قرضاً بالعملة الصعبة إلى إحدى مؤسسات التمويل الأصغر. على أن يسدد بالعملة الصعبة. محولاً على سعر الصرف السائد عند تقديم القرض. بعدها تحول مؤسسة التمويل الأصغر القرض إلى العملة المحلية لإنشاء حافظة القروض الخاصة بها. وعلى مدى عمر القرض. تودع مؤسسة التمويل الأصغر المبالغ المتفق عليها مسبقاً<sup>13</sup> من العملة الصعبة في "حساب انخفاض سعر العملة". وذلك بالإضافة إلى مدفوعات الفائدة الدورية. (انظر مخطط 3 ومثال 4).

ولدى استحقاق الدين. يسدد المبلغ الأصلي وفقاً لأسعار الصرف الأصلية. ويعوض أي نقص من حساب انخفاض سعر العملة.

<sup>12</sup> انظر WWB, Foreign Exchange Risk Management in Microfinance.

الصفحتين 6 و12 لمزيد من الشرح لتلك الترتيبات.

<sup>13</sup> يُحدد حجم تلك الإيداعات من خلال التقييم التاريخي لانخفاض قيمة العملة المحلية في مقابل العملة الصعبة.

- يوفر القدرة على الحصول على رأس المال الذي ربما لا يكون متوفراً محلياً ويمكنه تعبئة الأموال المحلية.
- غير معرض لمخاطر الائتمان للبنك المحلي نظراً لعدم وضع أية ودائع بالعملة الصعبة في البنك المحلي.
- لا يشكل مخاطر لقابلية التحويل أو مخاطر نقل العملة نظراً لعدم حاجة العملة الصعبة إلى تخطي الحدود.

#### المساوي

- لا يزال عرضة لزيادة تكاليف خدمة الدين في حالة انخفاض قيمة العملة المحلية.
- توجد صعوبة في الحصول عليه مقارنة بالقروض المسددة بقروض أخرى.
- قد لا ترغب بعض البنوك المحلية في قبول خطاب الاعتماد بدلاً من صور الضمانات الأخرى. قد تتطلب تلك البنوك تقديم تعريزات ائتمانية "إضافية" في صورة ضمانات نقدية. أو رهن حافظة قروض. أو ما إلى ذلك. وكذلك. تضيف أتعاب خطاب الاعتماد تكلفة أخرى للمعاملة.

#### مثال 4. القروض بالعملة المحلية المسددة بالعملة الصعبة مع وجود حساب لانخفاض سعر العملة

صرفت مؤسسة فورد قرضاً بالدولار الأمريكي إلى الصندوق الاستثماري الكيني لتمويل المرأة (KWFT). وقد تم تحويله إلى العملة المحلية. ويحدد المبلغ الأصلي المدين به هذا الصندوق عند استحقاق الدين بالمبلغ المصروف بالعملة المحلية. وحماية مؤسسة فورد من انخفاض قيمة الشلن الكيني. أنشأت المؤسسة حساباً لانخفاض سعر العملة ممولاً بصورة أساسية من خلال منحة من مؤسسة فورد. كما طلب منه إيداع مبلغاً محدداً مسبقاً بالدولار الأمريكي (بناءً على متوسط انخفاض قيمة الشلن الكيني أمام الدولار الأمريكي على مدى 10 سنوات) في ذلك الحساب. ولدى استحقاق القرض. يدفع الصندوق الاستثماري الكيني لتمويل المرأة المبلغ الأصلي محدد بالعملة المحلية المحولة من الدولار الأمريكي بسعر الصرف السائد. إضافة إلى الأموال المحتفظ بها في حساب انخفاض السعر. وإذا لم تكن الأموال الموجودة في الحساب كافية لتغطية المبلغ الأصلي بالدولار الأمريكي. تتحمل مؤسسة فورد تلك الخسارة. أما إذا كانت الأموال أكثر من كافية. يعاد الفائض إلى هذا الصندوق.

(المصدر: WWB, Foreign Exchange Risk Management in Microfinance, 2004)

أما إذا توفر في ذلك الحساب أكثر من المطلوب، يعاد الرصيد إلى مؤسسة التمويل الأصغر. وإذا كان أقل، يتحمل المقرض تلك الخسارة. ومن ثم، تشترك مؤسسة التمويل الأصغر مع المقرض في تحمل مخاطر سعر الصرف. في إطار ذلك الترتيب، ويمكن موازنة ذلك الترتيب ليتناسب مع مستوى المخاطر الذي يمكن لمؤسسة التمويل الأصغر والمقرض أن يتحملاه.

#### المزايا

- تتقاسم كل من مؤسسة التمويل الأصغر وجهة الإقراض مخاطر انخفاض قيمة العملة المحلية. ومن ثم يكون هناك حد أقصى للمخاطر التي تتعرض لها مؤسسة التمويل الأصغر.
- يوفر القدرة على الحصول على رأس المال الذي ربما لا يكون متوفراً محلياً ويمكنه تعبئة الأموال المحلية.
- من الممكن أن يكون أكثر سخاء ومرونة من حيث شروطه من ذلك المتاح محلياً.

#### المساوئ

- يجب الإيداع بالعملية الصعبة في "حساب انخفاض سعر العملة"، إضافة إلى مدفوعات الفائدة الدورية.
- يبقى معرضاً إلى التكاليف غير المتوقعة للعملية المحلية اللازمة لتمويل مدفوعات الفائدة وإيداعات حساب انخفاض السعر في حالة انخفاض قيمة العملة المحلية.
- ربما تبقى المؤسسة معرضة لمخاطر قابلية التحويل ونقل العملة، ويتوقف ذلك على مكان الاحتفاظ بحساب انخفاض سعر العملة. حيث نقل المخاطر إذا كان الحساب مفتوحاً في الخارج.

#### الحدود التحوطية المفروضة ذاتياً

تلجأ بعض مؤسسات التمويل الأصغر إلى تقييد التزاماتها من العملة الأجنبية - إما بمبادرة ذاتية وإما بتحريض من المستثمرين أو جهات التنظيم، واطاعة في الاعتبار الصعوبات والتكاليف المصاحبة لتطبيق ترتيبات التحوط ضد مخاطر الصرف الأجنبي السابق شرحها.<sup>14</sup> وبقيامها بذلك، لا تتحوط من التعرض للتحركات العكسية في القيم النسبية للعملات، ولكنها قد من تعرضها لتلك التحركات، وتتوقف الحدود المفروضة على مستوى المخاطر التي ترغب مؤسسة التمويل الأصغر وتقدر على تحملها، إلا أنها تطبق في العادة، حدود تتراوح ما بين 20 إلى 25 في المائة من إجمالي الالتزامات.<sup>15</sup> وعند النظر في تطبيق حد تحوطي مناسب، يجب على مؤسسات التمويل الأصغر أن تضع في اعتبارها مستوى حقوق الملكية لديها وقدرة حقوق الملكية على تحمل الزيادات في الالتزامات كنتيجة لانخفاض قيمة العملة المحلية. على سبيل المثال، يمكن لإحدى مؤسسات التمويل الأصغر تحديد نسبة تعرض العملة

الأجنبية للمخاطر عند 20 في المائة من رأس مالها النقدي. وربما، إنشاء احتياطي (مخصصات) في ميزانيتها العمومية لخسائر الصرف الأجنبي المحتملة. وكلما انخفضت نسبة رأس المال النقدي الخاص بمؤسسة التمويل الأصغر في إجمالي الأصول، كلما انخفضت نسبة حد العملة الأجنبية المعرضة للمخاطر في رأس المال النقدي.

#### المزايا

- محدودية التعرض إلى خسارة رأس المال وزيادة تكاليف خدمة الدين نتيجة لانخفاض قيمة العملة المحلية.
- استبعاد تكاليف ترتيبات التحوط أو القروض المسندة بقروض أخرى.
- تتوفر القدرة على الحصول على رأس المال الذي ربما لا يكون متوفراً محلياً، ويمكنه تعبئة الأموال المحلية.

#### المساوئ

- يحد من المبالغ التي يمكن اقتراضها بالعملية الصعبة، وبالتالي لا يمكن إظهار مزايا الاقتراض بالعملية الصعبة.

#### الربط بين القروض والعملية الصعبة

باستخدام تلك الطريقة، يمكن لمؤسسة التمويل الأصغر تمرير مخاطر العملة الأجنبية إلى عملائها.<sup>16</sup> حيث يتم ربط أسعار الفائدة التي تفرضها مؤسسات التمويل الأصغر بقيمة العملة الصعبة المستخدمة لتمويلها. وعندما تنخفض قيمة العملة المحلية، تزيد أسعار الفائدة، ويتيح ذلك لمؤسسة التمويل الأصغر جمع العملة المحلية الإضافية اللازمة لخدمة الدين بالعملية الصعبة. ومعنى آخر، لا تتحمل مؤسسة التمويل الأصغر أية مخاطر لانخفاض سعر أو انخفاض قيمة العملة، وينشأ عن ذلك وجود مخاطر لانخفاض سعر أو انخفاض قيمة العملة على العملاء المقترضين من مؤسسة التمويل الأصغر، فيما عدا في الحالات النادرة التي يكون فيها دخل العميل مقوماً أو مرتبطاً بالعملية الصعبة.<sup>17</sup>

<sup>14</sup> قد لا تتسامح الهيئات التنظيمية المشرفة على البنوك مطلقاً مع أية حالات لعدم توافق العملات المقومة بها أصول والتزامات مؤسسة التمويل الأصغر الخاضعة للوائح التنظيمية التحوطية، مثل تلك المؤسسات التي تتلقى الإيداعات من الجمهور أو تقوم بدور الوساطة في تلك الودائع. أو ربما وضعت هذه الهيئات التنظيمية حدوداً - مثل حظر التعاملات بالصرف الأجنبي - مما يجعل من غير الممكن على مؤسسة التمويل الأصغر أن تشتري أداة تحوطية للصرف الأجنبي.

<sup>15</sup> مقابلة مع مؤسسة التمويل الدولية، أغسطس/آب 2004.

<sup>16</sup> انظر Crabb, Foreign Exchange Risk Management Practices for Microfinance Institutions, p. 3.

<sup>17</sup> في بعض الحالات، قد تتصرف مؤسسات التمويل الأصغر بطريقة أكثر مباشرة وتقدم قروضاً مقومة بالعملية الأجنبية لعملائها. ويحدث ذلك على الأرجح بصورة أكبر في البلدان التي يعمل فيها العملاء المقترضون من مؤسسات التمويل الأصغر في ظل اقتصادات "مدولرة" ويولدون دخلاً مقوماً بالدولار الأمريكي.

## المزايا

اختيار مصادر التمويل. كما أن المقارنة البسيطة بين أسعار الفائدة على العملة المحلية وأسعار الفائدة على العملات الأجنبية ربما تكون مضللة لعملية اختيار مصادر التمويل. فالأسعار المحلية العالية تعكس عادة تضخماً محلياً عالياً، ويجب أن تكون علامة قوية على انخفاض قيمة عملة البلد بالنسبة لبلد به نسبة تضخم أقل. وإن كان لزاماً على مؤسسات التمويل الأصغر الحصول على ديون بالعملة الأجنبية، فيجب عليها أن تعتمد ترتيبات للحد من تعرضها لمخاطر الصرف الأجنبي. وتتوفر مجموعة من الأدوات المتاحة أمام مؤسسات التمويل الأصغر لمواجهة آثار تقلبات سعر الصرف غير المتوقعة وذات الطبيعة التي من المحتمل أن تكون مدمرة. وحتاج مؤسسة التمويل الأصغر إلى أن تلتزم بالطرق المناسبة للتخفيف من تعرضها للمخاطر، ثم اعتمادها.

كما يجب على مؤسسات التمويل الأصغر أن تسعى إلى الحصول على التدريب والمشورة للمساعدة في التفاوض حول أفضل الشروط مع جهات الإقراض الأجنبية والمحلية. بما في ذلك التفاوض حول القروض بالعملة المحلية. إن أمكن. ومن بين الاستثمارات النافعة، توظيف مستشار قانوني كفؤ للتأكد من أن الوثائق والتنظيمات الناجمة تطبق بصورة جيدة، وبصفة خاصة بالنسبة للمناهج الأكثر تعقيداً التي يجري تطبيقها لتقليل مخاطر الصرف الأجنبي.

ويجب على هؤلاء المسؤولين عن وظيفة الخزنة داخل مؤسسات التمويل الأصغر تعلم كيفية التعرف على مخاطر الصرف الأجنبي وإدارتها باعتبارها جانباً هاماً من جوانب الإدارة الشاملة للمخاطر المالية. إلا أن ذلك لا يقتصر فقط على الإدارة. بل يجب أن تركز مجالس وهيئات إدارة مؤسسات التمويل الأصغر على ضمان وضع مؤسساتها لمعايير وحدود المخاطر الملائمة. ويجب على مجالس وهيئات الإدارة إيجاد طريقة لتقييم التقيد بتلك السياسات والمعايير.

## المستثمرون

عادة ما يكون المستثمرون أكثر مهارة وتمرساً من مؤسسات التمويل الأصغر التي يقترضونها. ومن ثم، يجب عليهم الاضطلاع بمسؤولية أكبر فيما يتعلق بإدارة مخاطر الصرف الأجنبي. ويجب عليهم أن يضعوا في الاعتبار أن من الممكن أن يتسبب القرض بالعملة الصعبة في الإضرار بمؤسسة التمويل الأصغر. كما يجب عليهم التأكد من أن مقترضهم لا يتفهمون مدى مخاطر الصرف الأجنبي المقدمين عليها وحسب، ولكن لديهم الخطط المناسبة لإدارتها كذلك.

## الاطراف الفاعلة الأخرى في القطاع

يجب على قطاع التمويل الأصغر أن يشجع تنمية أسواق رأس المال المحلي لزيادة القدرة على الحصول على التمويل بالعملة المحلية.

- غير معرضة لخسارة رأس المال أو زيادة تكاليف خدمة الدين نتيجة لانخفاض قيمة العملة المحلية.
- يوفر القدرة على الحصول على رأس المال الذي ربما لا يكون متوفراً محلياً ويمكنه تعبئة الأموال المحلية.
- يوفر القدرة على الحصول على رأس المال الذي من الممكن أن يكون أكثر سخاء ومرونة من حيث شروطه من ذلك المتاح محلياً.

## المساوئ

- تعريض العملاء الأقل قدرةً على تفهم مخاطر الصرف الأجنبي إلى خسائر رأس المال وزيادة تكاليف خدمة الدين في حالة انخفاض قيمة أو انخفاض سعر العملة المحلية.
- زيادة احتمالات التخلف عن السداد من جانب عملاء مؤسسات التمويل الأصغر في حالة انخفاض قيمة العملة المحلية.
- لا تزال عرضة لمخاطر قابلية تحويل ونقل العملة.

لا يوجد أسلوب كامل من بين تلك الأساليب: فكل أسلوب له مزاياه ومساوئه. فالأدوات التقليدية التي تعد من الطرق الأكثر جاذبية وفعالية، إما أن تكون غير متوفرة أو تتسبب في حدوث مشاكل نظراً لصغر حجم المعاملات، أو المدة الأطول بالنسبة لمدة القروض النموذجية لمؤسسات التمويل الأصغر. أما الأساليب الأخرى فهي مرهقة من حيث عمل ترتيباتها ومن الممكن أن تكون باهظة التكلفة.

## توصيات

يشير استقصاء اللجنة الاستشارية لمساعدة الفقراء إما إلى عدم تفهم قسم كبير من مؤسسات التمويل الأصغر التي عليها التزامات بالعملة الصعبة، لمستوى المخاطر التي تسببها تلك الالتزامات، أو أنها لا تدبر تلك المخاطر بأقصى ما يمكنها من الفعالية. ويمكن أن تكون مخاطر أسعار الصرف الأجنبي معقدة وصعبة في الفهم، وكذلك قد لا تكون الأدوات المستخدمة عادة في إدارة تلك المخاطر متاحة أمام مؤسسات التمويل الأصغر. وحتاج صناعة التمويل الأصغر إلى توجيه مزيد من الانتباه إلى مخاطر الصرف الأجنبي وتعلم المزيد حول أساليب إدارتها - بما في ذلك تجنب تلك المخاطر من خلال استخدام موارد التمويل المحلية ما أمكن. وفيما يلي توصيات عامة للجهات الفاعلة في مجال التمويل الأصغر.

## مؤسسات التمويل الأصغر

يجب على مؤسسات التمويل الأصغر أن تعطي الأولوية الأولى للمصادر المحلية للتمويل أو التمويل الأجنبي بالعملة المحلية عند



الأجنبي في مجال التمويل الأصغر ويشجع مؤسسات التمويل الأصغر والمستثمرين على السواء على التثقيف الذاتي.

ويجب على وكالات التصنيف تضمين مخاطر الصرف الأجنبي في تقييمها للجدارة الائتمانية لمؤسسات التمويل الأصغر. وسيساعد ذلك على إبراز مسألة مخاطر الصرف

## الملحق ألف

### أنظمة أسعار الصرف<sup>18</sup>

توجد بصفة أساسية ثلاثة أنواع من أنظمة أسعار الصرف المتاحة أمام الحكومات.<sup>19</sup> على الرغم من وجود العديد من التباينات في كل من تلك الاحتمالات الواسعة النطاق. ويتوقف النظام المعتمد على الأهداف الاقتصادية والمالية للحكومة. وعلى الحكومات. عند اختيار أحد الأنظمة. الموازنة بين ثلاثة أهداف: استقرار سعر الصرف. وحرية تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود. واستقلالية السياسة النقدية. ويمكن تحقيق اثنين فقط من بين تلك الأهداف الثلاثة من خلال تبني سياسة معينة لسعر الصرف. وتتلخص اختيارات الحكومة الأساسية لأنظمة سعر الصرف في سعر الصرف المعوم. وسعر الصرف "ضعيف الارتباط" بضوابط التحكم برأس المال؛ وسعر الصرف "شديد الارتباط".

وتؤثر أنظمة سعر الصرف على المخاطر التي يتعرض لها المقترض من أوجه متنوعة. فإذا كانت عملة البلد معومة. فستقلب قيمة العملة من يوم إلى آخر. ولكن، مرور الوقت. يتوقع أن تنضبط بحسب التضخم النسبي ومستويات سعر الفائدة الاسمية للبلد. أما إذا كانت عملة البلد مربوطة ربطاً ضعيفاً بعملة صعبة. فستكون قيمة تلك العملة مستقرة على الأرجح (ولكن يمكن تعديلها من خلال سياسات حكومية). ولكنها تكون عرضة أيضاً إلى انخفاضات كبيرة في القيمة في حالة حدوث أزمات للعملة نتيجة للفروق بين مستويات التضخم أو التدفقات الخارجية الكبيرة لرأس المال. أما إذا كانت العملة مرتبطة ارتباطاً شديداً من خلال اتحاد نقدي مشترك أو الدولار. فستظل العملة مستقرة بالنسبة للعملة التي ترتبط بها نظراً لعدم وجود سيطرة على السياسة النقدية. وسيكون معدل التضخم في البلد مائلاً للبلد الذي ترتبط عملتها بعملته.<sup>20</sup>

### لماذا تتغير القيم النسبية للعملة؟

إن تغير القيم النسبية للعملة بمرور الزمن يعد من الظواهر المعقدة. ولقد أمضى الاقتصاديون ساعات لا تحصى على مدى سنوات في محاولة لفهم تلك الظاهرة وشرحها. وفيما يلي إطار عام للمبادئ الأساسية التي توضح أساسيات تقلب أسعار الصرف.

### حركات العملة والفائدة النسبية ومعدلات التضخم

تتباين أسعار الفائدة من بلد لآخر. وقد تبدو أسعار الفائدة الاسمية أقل في الولايات المتحدة وأوروبا عنها في الأسواق المحلية. ومن ثم يبدو الاقتراض بالعملة الصعبة أرخص. حيث إن سعر تلك القروض -أسعار الفائدة الاسمية التي تتطلبها- أقل من المعدلات المطلوبة في الدين المقوم بالعملة المحلية. وفي الواقع. يعد هذا أحد الأسباب التي تجعل مؤسسات التمويل الأصغر تنجذب إلى الديون بالعملة الصعبة. ولكن المقارنة البسيطة بين أسعار الفائدة لا تظهر إلا جانباً واحداً من الصورة التي يجب على مؤسسات التمويل الأصغر فحصها عند تقييم تكلفة الاقتراض بالعملة الصعبة. كما يجب أيضاً تقييم معدلات التضخم والفائدة.

فعندما يزيد التضخم. سيتوجب على البنوك دفع أسعار فائدة عالية لاجتذاب المدخرات. وبالتالي. سيتوجب عليهم رفع أسعار الفائدة على القروض لتغطية مدفوعات الفائدة التي يجب عليهم دفعها للمدخرين. ومن ثم. تؤدي نسبة التضخم العالية إلى أسعار فائدة محلية عالية.

ولكن التضخم العالي يؤدي أيضاً إلى انخفاض قيمة العملة. والتضخم. في جوهره. هو انخفاض لقيمة العملة في مواجهة السلع والخدمات التي يمكن شراؤها بها. وإذا كانت قيمة عملة أخرى أخذة في الانخفاض في مقابل نفس السلع والخدمات بصورة أكثر بطئاً - بمعنى آخر. إذا كان التضخم في ذلك البلد الآخر أقل - فستنخفض قيمة العملة الأولى بالنسبة للعملة الثانية. وتتوقف طبيعة هذا الانخفاض في القيمة. إلى درجة كبيرة. على نوع نظام أسعار الصرف في البلد.

<sup>18</sup> يعتمد هذا القسم على Obstfeld and Krugman, International Economics: Theory and Policy; DeGrauwe, International Money; and Fischer, Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct

<sup>19</sup> انظر the International Monetary Fund's 2004 annual report at [www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2004/eng/pdf/file4.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2004/eng/pdf/file4.pdf) للاطلاع على قائمة بالبلدان وأنظمة سعر الصرف بها.

<sup>20</sup> باستثناء إذا ما انسحبت البلد من الاتحاد النقدي المشترك أو عكست اتجاه الدولار لديها.

أما إذا كانت عملة البلد مربوطة ربطاً شديداً من خلال هيئة نقد. فمن المرجح أيضاً أن تظل مستقرة. ولكنها يمكن أن تتعرض إلى أزمات مدمرة. كما يتضح من المثال الأرجنتيني.

### أسعار الصرف الأجنبي على مر الوقت

تنخفض قيمة عملات جميع البلدان النامية تقريباً بطريقة أو بأخرى. مع مرور الوقت. يظهر الشكل 1 - ألف حالة عملات بعض البلدان النامية أمام الدولار الأمريكي على مدى العقدين الماضيين. كما يلقي الضوء أيضاً على بعض الأزمات البارزة التي حدثت في السنوات الأخيرة. وكما يشير الشكل البياني. يمكن أن تفقد العملات جزءاً كبيراً من قيمتها بصورة سريعة. فعلى سبيل المثال. تساوي قيمة البيزو المكسيكي الآن أقل من 2 في المائة من قيمته في عام 1985. وقد فقد معظم قيمته بين عامي 1994 و1999. إلا أن الهبوط في قيمة الروبل الروسي كان أكثر إثارة. فمثل البيزو المكسيكي. تبلغ قيمته الآن أقل من 2 في المائة من قيمته في عام 1985؛ وقد فقد معظم

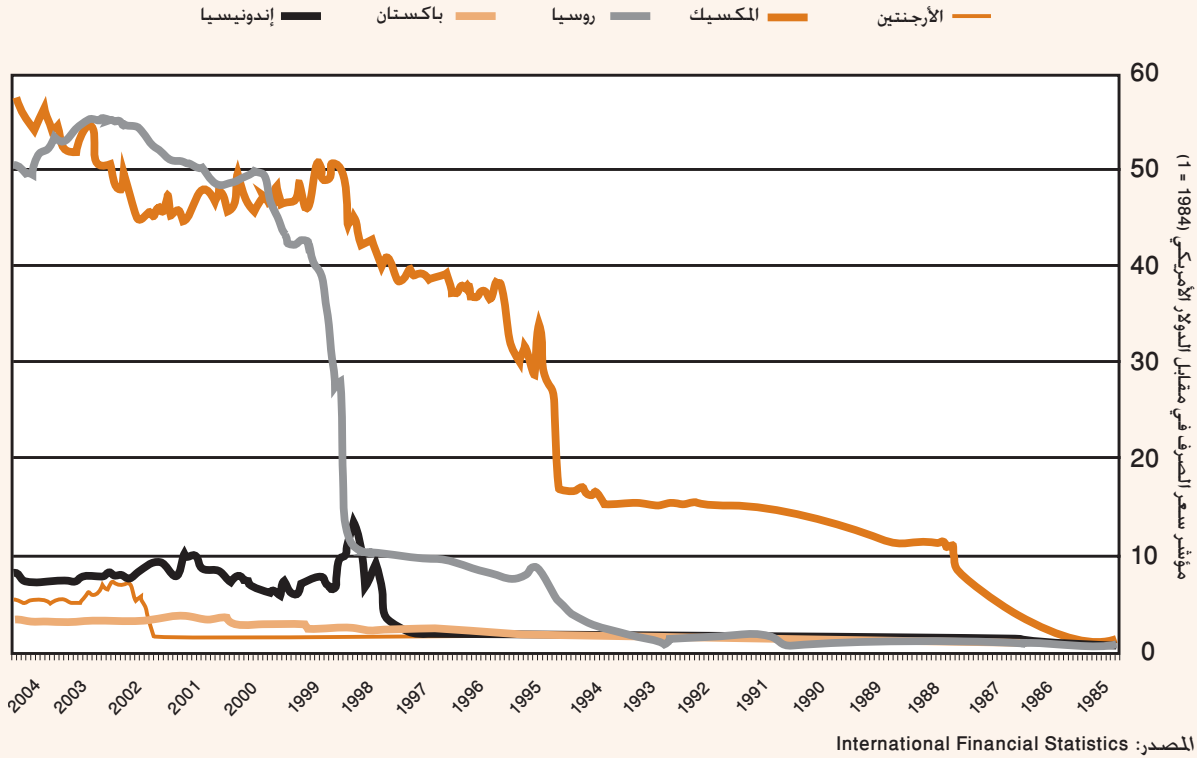
قيمتها بين عامي 1998 و1999. وكذلك تساوي قيمة الروبية الإندونيسية أعلى قليلاً من 10 في المائة مما كانت عليه في عام 1985. وبالنظر إلى البيزو الأرجنتيني. نجد أن قيمته انخفضت إلى أكثر من النصف فيما بين ديسمبر/كانون الأول 2001 وفبراير/شباط 2002. أما عملات كل من نيجيريا. وأوغندا. وتركيا. والتي لم تبين في الشكل 1. فقد فقدت كثيراً من قيمتها منذ عام 1985 أكثر من أية عملات أخرى مبينة.

ويمكن لمثل تلك الأنواع من تحركات العملة أن تكون مدمرة لمؤسسات التمويل الأصغر إذا كانت عليها التزامات كبيرة بالعملية الأجنبية غير محوطة. وتوضح السيناريوهات الواردة في الملحق "جيم" ما الذي يمكن أن نتوقعه مؤسسة التمويل الأصغر في عالم الواقع. وكما أوضحت الأبحاث.<sup>21</sup> من الصعب التنبؤ بتقلبات السعر. ولا يحاول الاقتصاديون المتخصصون ولا الخبراء الماليون (باستثناء المضاربين) التنبؤ بمستويات أسعار الصرف. ومن ثم تعد أكثر الإستراتيجيات حِوطاً بالنسبة لمؤسسات التمويل الأصغر هي الوقاية من مخاطر الصرف الأجنبي - حتى ولو بدت تكلفة ذلك الأمر باهظة.

21 انظر Obstfeld and Krugman, p. 349.

## شكل 1

### تقلب أسعار الصرف الأجنبي في 5 بلدان نامية (1985 - 2004)



## الملحق بـ

أضاف 10 في المائة إلى سعر الفائدة، وهو ما يعني زيادة تبلغ 100 في المائة فوق سعر الفائدة الاسمي الأصلي الثابت. (انظر الجدول 1 - بـ).

### السيناريو 2 – انهيار العملة المحلية بعد عام خلال عمر القرض

نفترض. في هذا السيناريو. أن إحدى مؤسسات التمويل الأصغر اقترضت 500000 دولار أمريكي لتمويل حافظتها الآخذة في النمو. ونفترض أيضاً أن القرض مدته 3 سنوات، وهو قرض بفائدة فقط. بسعر ثابت 10 في المائة سنوياً. مع سداد مدفوعات الفائدة كل 6 أشهر. ونفترض. مرة أخرى أن القرض يبدأ في يناير/كانون الثاني 2000. إلا إنه. بدلاً من حدوث انخفاض ثابت للعملة المحلية كما في السيناريو السابق. تنهار قيمتها من سعر صرف للعملة المحلية/الدولار الأمريكي البالغ 10 إلى 30 على مدى عام واحد. ويوضح كل من الجدول 2 - بـ والشكل 2 - بـ أسعار الصرف الاسمية والتدفقات النقدية طبقاً لهذا السيناريو.

وفي هذا السيناريو. كان المبلغ الأصلي البالغ 500000 دولار أمريكي يساوي 5 ملايين بالعملة المحلية. في يناير/كانون الثاني 2000. عندما كان سعر صرف العملة المحلية/الدولار الأمريكي 10 : 1. لدى استحقاق الدين في يناير/كانون الثاني 2003. كان لزاماً توفير 15 مليون من العملة المحلية لسداد المبلغ الأصلي بالدولار الأمريكي. وهو ما يعني حدوث زيادة اسمية بمقدار 300 في المائة بالعملة المحلية. ويرجع ذلك إلى انخفاض القيمة النسبية للعملة المحلية مقارنة بالعملة الصعبة فيما بين يناير/كانون الثاني 2001 ويناير/كانون الثاني 2002.

وكان متوسط سعر الفائدة الاسمية على القرض بالدولار الأمريكي على مدى مدته 10 في المائة. وبأخذ انخفاض قيمة سعر

### السيناريو 1 – انخفاض ثابت في قيمة العملة المحلية بمقدار 5 في المائة كل 6 أشهر

نفترض. في هذا السيناريو. أن إحدى مؤسسات التمويل الأصغر اقترضت 500000 دولار أمريكي لتمويل حافظتها الآخذة في النمو. وبفرض أن القرض مدته 3 سنوات. وهو قرض بفائدة فقط<sup>22</sup> بسعر ثابت يبلغ 10 في المائة سنوياً. مع سداد مدفوعات الفائدة كل 6 أشهر. وبفرض ابتداء القرض في يناير/كانون الثاني 2000. يوضح كل من الجدول 1 - بـ والشكل 1 - بـ أسعار الصرف الاسمية والتدفقات النقدية طبقاً لهذا السيناريو.

وفي هذا السيناريو. كان المبلغ الأصلي البالغ 500000 دولار أمريكي يساوي 5 ملايين بالعملة المحلية. في يناير/كانون الثاني 2000. عندما كان سعر صرف العملة المحلية/الدولار الأمريكي 10 : 1. لدى استحقاق الدين في يناير/كانون الثاني 2003. كان لزاماً توفير 6.7 مليون من العملة المحلية لسداد المبلغ الأصلي بالدولار الأمريكي. وهو ما يعني حدوث زيادة اسمية حوالي 34 في المائة بالعملة المحلية. ويرجع ذلك إلى انخفاض القيمة النسبية للعملة المحلية مقارنة بالعملة الصعبة فيما بين يناير/كانون الثاني 2000 ويناير/كانون الثاني 2003.

وكان متوسط سعر الفائدة الاسمية على القرض بالدولار الأمريكي على مدى مدته 10 في المائة. وبأخذ انخفاض قيمة سعر الصرف في الحسبان. يتضح أن سعر الفائدة الفعلي يبلغ 21 في المائة<sup>23</sup> فانخفاض قيمة العملة المحلية في مقابل الدولار الأمريكي

<sup>22</sup> القرض بفائدة فقط هو القرض الذي تدفع فائدته على مدى عمر القرض. بينما لا يسدد المبلغ الأصلي إلا بعد نهاية القرض.

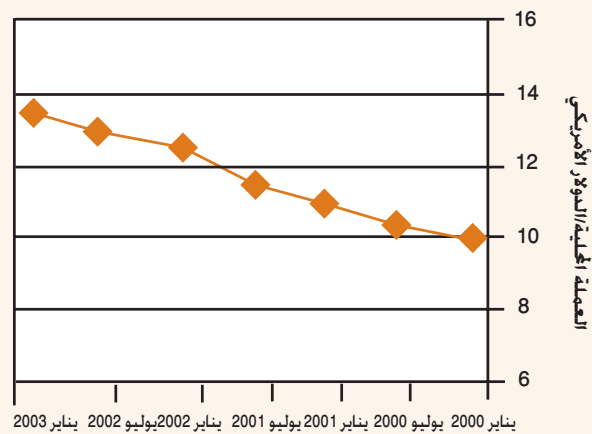
<sup>23</sup> يحسب سعر الفائدة الفعلي عن طريق تحديد معدل العائد الداخلي. أي معدل الخصم الذي من شأنه توفير التدفقات النقدية بصافي قيمة حالية تبلغ صفراً.

جدول 1 - بـ

يناير 2003	يوليو 2002	يناير 2002	يوليو 2001	يناير 2001	يوليو 2000	يناير 2000
10	10	10	10	10	10	10
-525	-25	-25	-25	-25	-25	500
13.4	12.8	12.2	11.6	11.0	10.5	10
-7.036	-319	-304	-289	-276	-263	5.000

شكل 1 - بـ

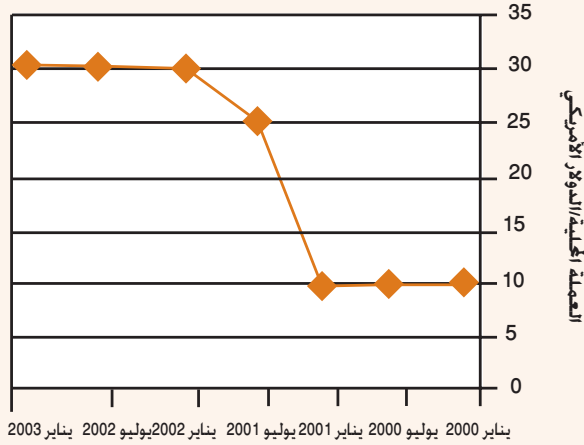
سعر الصرف (العملة المحلية/الدولار الأمريكي)



المائة إلى سعر الفائدة المدفوع. وهو ما يعني زيادة تبلغ 400 في المائة فوق سعر الفائدة الاسمي الأصلي الثابت.

شكل 2 - باء

سعر الصرف (العملة المحلية/الدولار الأمريكي)



الحسبان يبلغ متوسط سعر الفائدة المكافئ 59 في المائة. (حُسب سعر الفائدة الفعلي بنفس الطريقة التي حسب بها في السيناريو السابق). ومن ثم، يضيف انخفاض قيمة العملة المحلية في مقابل الدولار الأمريكي ما يقرب من 50 في

جدول 2 - باء

يناير 2003	يوليو 2002	يناير 2002	يوليو 2001	يناير 2001	يوليو 2000	يناير 2000	
10	10	10	10	10	10	10	سعر الفائدة على الدولار الأمريكي (%)
-525	-25	-25	-25	-25	-25	500	التدفقات النقدية (بالآلاف الدولارات الأمريكية)
30	30	30	25	10	10	10	سعر الصرف (العملة المحلية/الدولار الأمريكي)
-15.750	-750	-750	-625	-250	-250	5.000	التدفقات النقدية (بالآلاف العملات المحلية)

وبفرض أن القرض يبدأ في يناير/كانون الثاني 2000. توضح الأشكال 1 -جيم و 2 -جيم الفائدة وأسعار الصرف الاسمية. ويوضح الشكل 3 -جيم التدفقات النقدية المصاحبة لهذا القرض. وكان المبلغ الأصلي البالغ 300000 دولار أمريكي يساوي 11.247 مليون باهت تايلندي (THB). في يناير/كانون الثاني 2000. لدى استحقاق الدين في يناير/كانون الثاني 2003. كان يلزم توفر 12.816 مليون باهت تايلندي لسداد المبلغ الأصلي بالدولار الأمريكي. وهو ما يعني حدوث زيادة اسمية حوالي 14 في المائة بالباهت التايلندي.

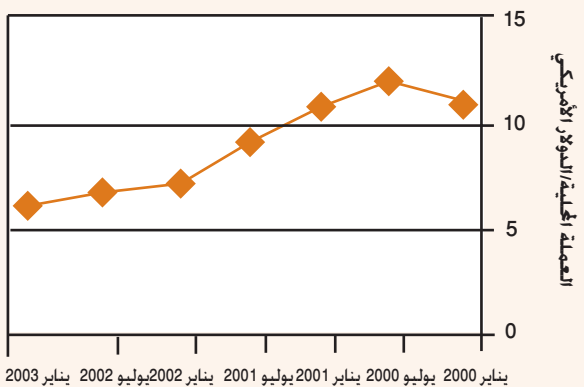
## الملحق جيم

### السيناريو 1 - قرض بالعملة الصعبة لتمويل عمليات التمويل الأصغر في تايلند، 2000-2002

نفترض، في هذا السيناريو، أن إحدى مؤسسات التمويل الأصغر افتترضت 300000 دولار أمريكي لتمويل حافظتها الآخذة في النمو في تايلند. ونفترض أيضاً أن القرض مدته 3 سنوات. وهو قرض بفائدة فقط. بسعر ليبور (LIBOR) بالإضافة إلى 5 في المائة (يسدد كل 6 أشهر)..

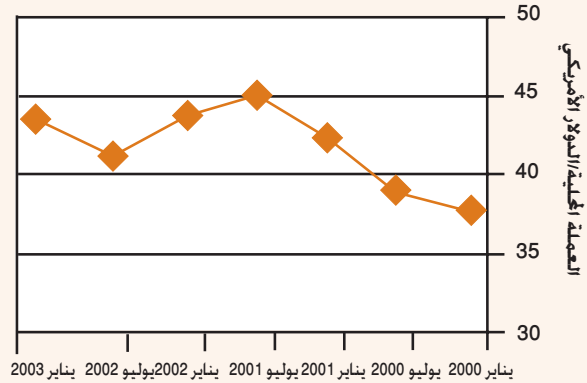
شكل 2 - جيم

سعر الصرف (العملة المحلية/الدولار الأمريكي)



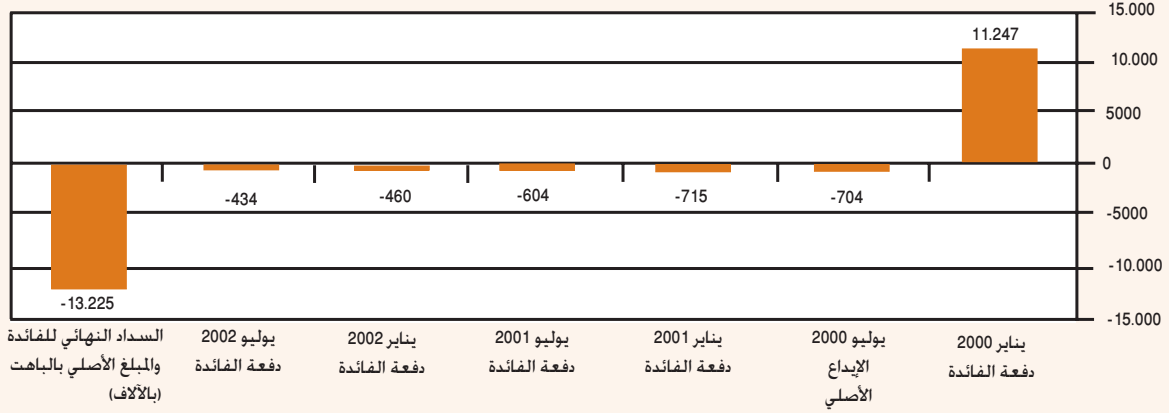
شكل 1 - جيم

سعر الصرف (العملة المحلية/الدولار الأمريكي)



### شكل 3 - جيم

#### التدفقات النقدية (بالآلاف الباهات)



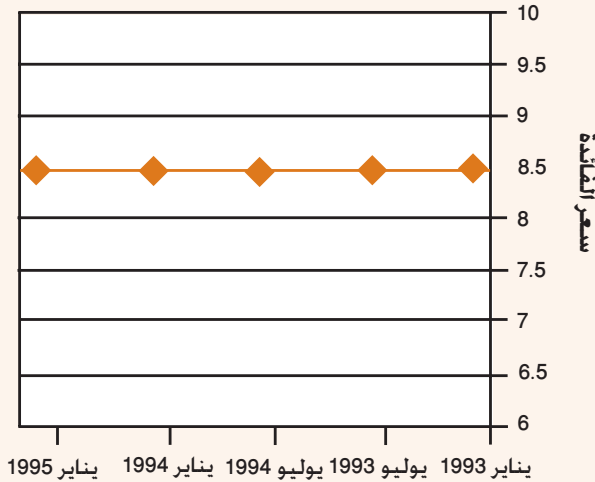
### السيناريو 2 - قرض بالعملة الصعبة لتمويل عمليات التمويل الأصغر في روسيا، 1994-1993

بعد الانهيار المفاجئ للروبل الروسي (RR) في أوائل تسعينيات القرن الماضي، عانت العملة من انخفاضاً كبيراً في سعرها في السنوات التي تلت. ولبيان أثر أزمة العملة على دين مؤسسة ما للتمويل الأصغر بالعملة الصعبة. نفترض أن تلك المؤسسة أخذت قرصاً بقيمة 500000 دولار أمريكي مدته عامان، بفائدة فقط، وبسعر فائدة ثابت يبلغ 8.5 في المائة (يسدد كل 6 أشهر)، ابتداءً من يناير/كانون الثاني 1993. وتوضح الأشكال 4 - جيم و5 - جيم الفائدة وأسعار الصرف الاسمية. ويوضح الشكل 6 - جيم التدفقات النقدية المصاحبة لهذا القرض.

International Financial Statistics 24

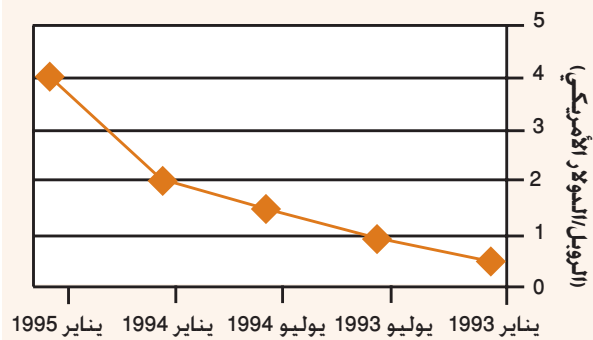
### شكل 5 - جيم

#### سعر الفائدة



### شكل 4 - جيم

#### سعر الصرف (الروبل/الدولار الأمريكي)



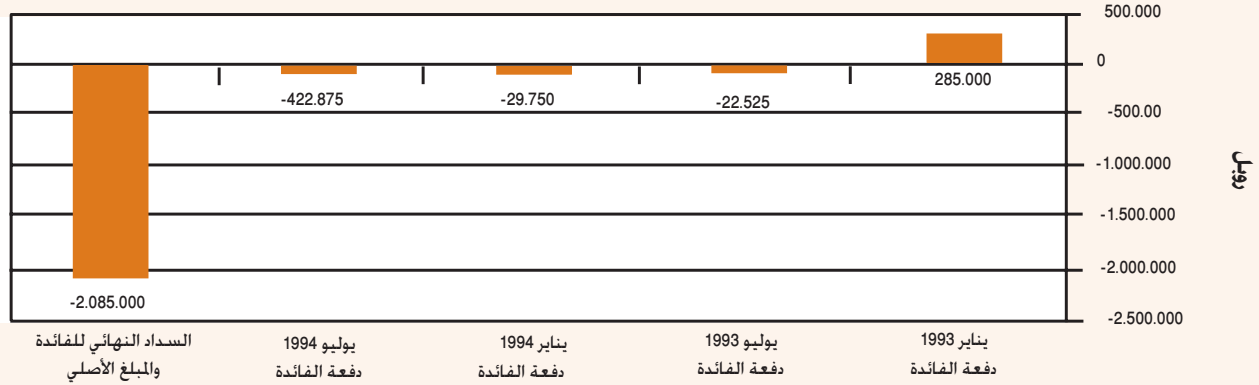
ويرجع ذلك إلى انخفاض القيمة النسبية للباهت التابلندي فيما بين يناير/كانون الثاني 2000 ويناير/كانون الثاني 2003.

وكان متوسط سعر الفائدة الاسمية على القرض بالدولار الأمريكي على مدى مدته 9.08 في المائة. وبأخذ انخفاض سعر الصرف في الحسبان، يكون متوسط سعر الفائدة المكافئ 14.05 في المائة. ومن ثم، يضيف انخفاض قيمة الباهت التابلندي في مقابل الدولار الأمريكي 5 في المائة إلى سعر الفائدة المدفوع، وهو ما يعني زيادة تبلغ 55 في المائة فوق متوسط سعر الفائدة الاسمي الأصلي الثابت. وبلغ متوسط أسعار الإقراض المحلية في تابلند خلال تلك الفترة ما يزيد قليلاً على 10 في المائة.<sup>24</sup>

كما تنخفض مدفوعات الفائدة النصف السنوية بالعملة المحلية، على الرغم من انخفاض قيمة العملة قليلاً أمام الدولار الأمريكي. ويرجع ذلك إلى هبوط أسعار الفائدة المتغيرة.

## شكل 6 - جيم

### التدفقات النقدية (بالروبل)



في قيمة الروبل الروسي أكثر من 130 نقطة مئوية إلى سعر فائدة العملة الصعبة المسددة. وعلى الرغم من صعوبة الحصول على الأموال المحلية في ذلك الوقت، إن لم يكن الأمر قد وصل إلى درجة الاستحالة. بلغ متوسط أسعار الإقراض المحلية أثناء تلك الفترة حوالي 320 في المائة.<sup>25</sup>

International Financial Statistics 25

### جدول 1 - جيم

يناير 1995	يوليو 1994	يناير 1994	يوليو 1993	يناير 1993	
8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	سعر الفائدة على الدولار الأمريكي (%)
-521.3	-21.3	-21.3	-21.3	500	السداد (بالآلاف الدولارات الأمريكية)
4	1.99	1.4	1.06	0.57	سعر الصرف (الروبل الروسي/الدولار الأمريكي)
-2,085	-42.3	-29.8	-22.5	285	السداد (بالآلاف الروبلات)

في هذا السيناريو، زادت مدفوعات الفائدة نصف السنوية، بالروبل الروسي. مع مرور الوقت بسبب الانخفاض السريع في قيمة الروبل. بلغت الدفعة الأولية المستحقة في يونيو/حزيران 1993 22525 روبلاً روسياً. وبلغت دفعة الفائدة النهائية 85000 روبل روسي - وهو ما يشكل زيادة تقارب 300 في المائة. أما بالنسبة للمبلغ الأصلي، كان القرض البالغ 500000 دولار أمريكي يساوي 285000 روبل روسي في يناير 1993. وفي نهاية القرض بعد عامين، بلغ المبلغ مليوني روبل روسي. يمثل ذلك زيادة اسمية بما يزيد على 600 في المائة ويعكس الانخفاض الكبير في قيمة الروبل الروسي في أوائل تسعينيات القرن الماضي.

وبلغ متوسط سعر الفائدة الاسمية على القرض بالدولار الأمريكي فيما بين يناير/كانون الثاني 1993 ويناير/كانون الثاني 1985 ما نسبته 8.5 في المائة (السعر الثابت). (انظر الجدول 1 - جيم). وبأخذ الانخفاض في سعر الصرف في الحسبان، يبلغ متوسط سعر الفائدة المكافئ المطبق على القرض ما يزيد على 138 في المائة (محسوباً بنفس الطريقة كما في المثال السابق). ومن ثم يضيف الانخفاض



- Bahtia, R. January 2004. *Mitigating Currency Risk for Investing in Microfinance Institutions in Developing Countries*. Social Enterprise Associates.
- Barry, N. May 2003. "Building Financial Flows That Work for the Poor Majority." Presentation to Feasible Additional Sources of Finance for Development Conference.
- Conger, L. 2003. *To Market, To Market*. Microenterprise Americas.
- Council of Microfinance Equity Funds. 15 April 2004. *Summary of Proceedings–Council Meeting*. Open Society Institute.
- Crabb, P. March 2003. *Foreign Exchange Risk Management Practices for Microfinance Institutions*. Opportunity International.
- De Grauwe, P. 1996. *International Money*. Oxford University Press.
- Eun, C., and B. Resnick. 2004. *International Financial Management*. McGraw Hill Irwin.
- Fischer, S. 2001. Exchange Rate Regimes: *Is the Bipolar View Correct?* International Monetary Fund.
- Fleisig, H., and N. de la Pena. December 2002. "Why the Microcredit Crunch?" *Microenterprise Development Review*, Inter-American Development Bank.
- Holden, P., and S. Holden. June 2004. *Foreign Exchange Risk and Microfinance Institutions: A Discussion of the Issues*. MicroRate and Enterprise Research Institute.
- Ivatury, G., and J. Abrams. November 2004. "The Market for Microfinance Foreign Investment: Opportunities and Challenges." Presented at KfW Financial Sector Development Symposium.
- Ivatury, G., and X. Reille. January 2004. "Foreign Investment in Microfinance: Debt and Equity from Quasi-Commercial Investors." Focus Note No. 25. CGAP.
- Krugman, P., and M. Obstfeld. 2003. *International Economics: Theory and Policy*. Addison Wesley.
- Jansson, T. 2003. *Financing Microfinance*. Inter-American Development Bank.
- Pantoja, E. July 2002. *Microfinance and Disaster Risk Management: Experience and Lessons Learned*. World Bank.
- Silva, A., L. Burnhill, L. Castro, and R. Lumba. January 2004. Development Foreign Exchange Project Feasibility Study Proposal-Draft.
- VanderWheele, K., and P. Markovitch. July 2000. *Managing High and Hyper-Inflation in Microfinance: Opportunity International's Experience in Bulgaria and Russia*. USAID.
- Vasconcellos, C. 2003. Social Gain. Microenterprise Americas.
- Women's World Banking. 2004. *Foreign Exchange Risk Management in Microfinance*. WWB.

## مذكرة مناقشة مركزة رقم 31

رجاء، لا تتردد في تبادل مذكرة المناقشة المركزة تلك مع زملائك ولا تتردد في طلب نسخ إضافية من هذه الدراسة أو غيرها في هذه السلسلة.

ترحب المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء بتعليقاتكم حول هذه الدراسة. تتوافر جميع منشورات المجموعة الاستشارية لمساعدة الفقراء على موقع المجموعة على الإنترنت: [www.cgap.org](http://www.cgap.org)

CGAP  
1818 H Street, NW  
MSN P3 - 300  
Washington, DC 20433 USA

هاتف: 202-473-9594  
فاكس: 202-522-3744

البريد الإلكتروني:  
[cgap@worldbank.org](mailto:cgap@worldbank.org)