

بسم الله الرحمن الرحيم

صکوک سلف ارزی بانک مرکزی، ابزاری برای کنترل نوسانات ارزی

وهاب قلیچ

کارشناس ارشد پژوهشکده پولی و بانکی

vahabghelich@gmail.com

فهرست مطالب

❖ بخش اول: معرفی مدل «صکوک سلف ارزی بانک مرکزی»

❖ بخش دوم: بیان چالشهای فقهی مدل در بازار ثانویه به عنوان یک ابزار سیاستگذاری اقتصاد کلان و ارائه راهکارهای پیشنهادی

❖ بخش سوم: کاربرد مدل در کنترل نوسانات ارزی با استفاده از مدل سبد بهینه دارایی

بخش اول:

معرفی مدل «صکوک سلف ارزی بانک مرکزی»

* سلف در لغت به معنای پیش‌پرداخت است و بیع سلف به مفهوم پیش خرید یا پیش فروش، بر عکس بیع مدت‌دار می‌باشد. بیع سلف هنگامی است که مبیع کلی و در ضمه، ثمن نقد و معلوم و تعهد فروشنده در تسلیم مبیع به خریدار مؤجل باشد.



* در بیع سلف در ابتدا خریدار قیمت کالا را پرداخت می‌نماید و کالا را در زمانی معین در آینده تحویل می‌گیرد. در میان فقها در مورد مجاز بودن این بیع، در صورتی که ویژگی‌های کالا مشخصاً تعیین شده و قیمت و زمان تحویل برای طرفین معلوم باشد، اختلافی وجود ندارد.

سازوکار صکوک سلف:

* هر ورق از این صکوک، متضمن تحویل مقدار مشخصی از یک کالای خاص از جانب شرکت به دارنده اوراق است. کمیت و کیفیت کالا به صورت کامل مشخص می‌شود. بانی اوراق، وجوه را از خریداران اوراق سلف دریافت و آن را صرف نیازهای مالی خود می‌نماید. سپس در تاریخ سررسید ملزم و متعهد می‌شود کالاهای مندرج در قرارداد را به خریداران تحویل دهد.

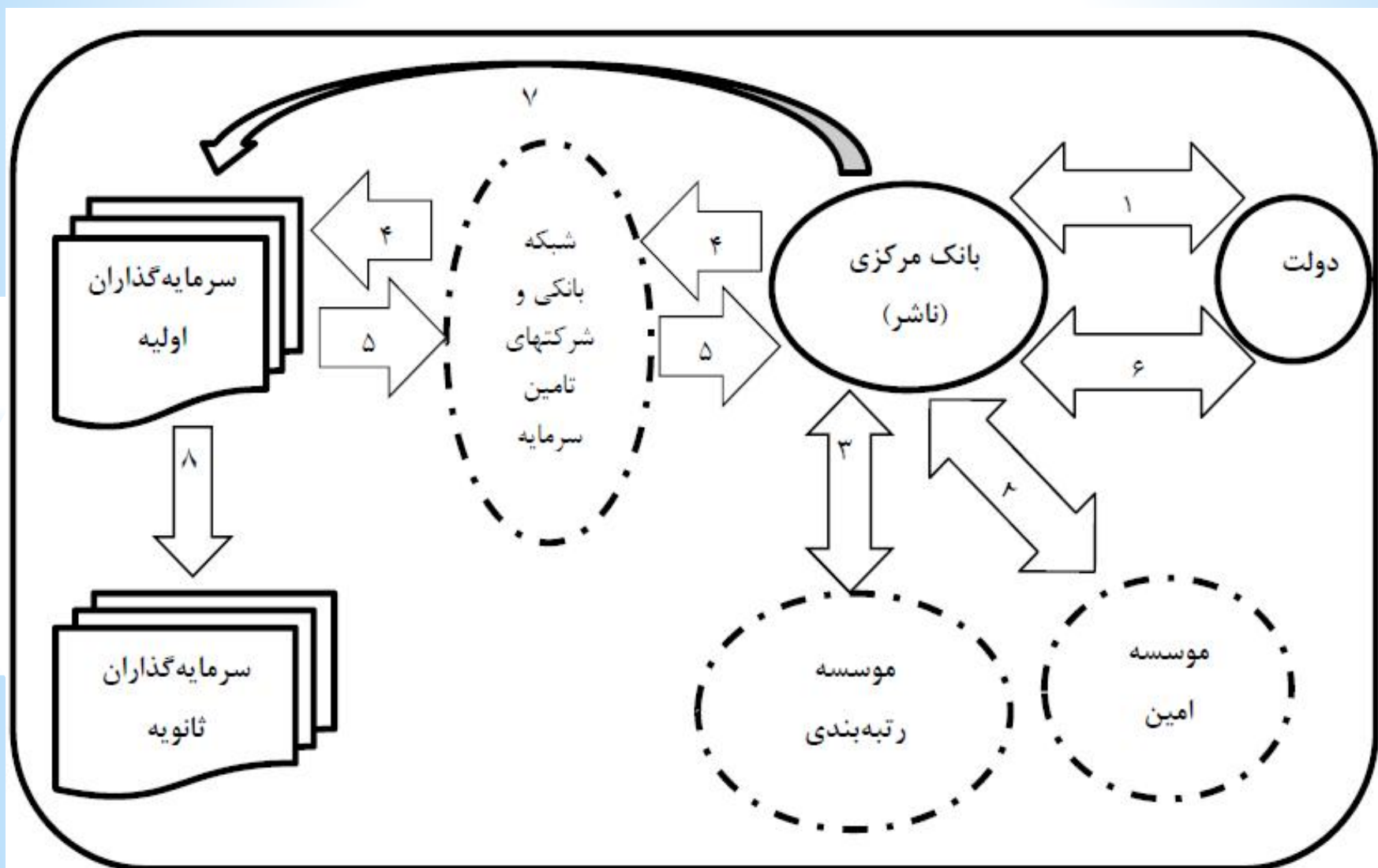
* در صکوک سلف، بر خلاف صکوک مشارکت و سهام، خریدار در مالکیت و مدیریت بنگاه شریک نخواهد بود. همچنین امکان تعیین دامنه سود در این صکوک وجود داشته و از این نظر این صکوک برای افراد ریسک‌گریز مناسب به نظر می‌رسد.

الگوی پیشنهادی:

ناشر اوراق، بانک مرکزی است که از یکسو با انعقاد قرارداد حق خرید کالا از دولت، خریدار کالا است (طرف اول) و از سوی دیگر با فروش اوراق به سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی در جایگاه فروشنده کالای سلف بشمار می‌آید (طرف دوم).

* در طرف اول بانک مرکزی با خرید حق خرید از دولت، دولت را متعهد می‌کند که کالایی که قرار است توسط اوراق به طور سلف به خریداران اوراق به فروش برسد را در سررسید آن اوراق به بانک مرکزی بفروش برساند. علت انتخاب حق اختیار خرید آن است که ممکن است بخش زیادی از اوراق، قبل از سررسید با تسویه نقدی تسویه شود و نیازی به تحویل تمامی کالا نباشد.

* در طرف دوم، افراد حقیقی و حقوقی قادر خواهند بود با سرمایه کلان و خرد این اوراق را از بانک مرکزی خریداری نمایند. خریدار این اوراق، مالک مقدار معینی کالای کلی استاندارد که بر عهده و ذمه ناشر اوراق است می‌گردد. بانک مرکزی (ناشر) متعهد می‌شود که در سررسید آن کالا را به همان نحوی که در قرارداد مشخص شده است، به خریدار اوراق تحویل داده یا در صورت تمایل دارنده اوراق با وی تسویه نقدی نماید.



مدیریت ریسک اعتباری

* چنانچه دارنده اوراق مایل به دریافت فیزیکی سبد کالایی در سررسید (جهت استفاده و یا فروش مستقیم یا وکالتی) باشد، باید در تاریخ مشخص سبد کالایی به وی تحویل داده شود. جهت مدیریت ریسک اعتباری که ناشی از عدم تحویل سبد کالایی در سررسید است، می‌توان از اخذ وثایق مطمئن، مشتقات اعتباری همچون سوآپ نکول اعتباری (CDS: Credit Default Swap) و یا وضع جرایم تاخیر استفاده نمود.

* هم‌اکنون در بازار بورس کالای ایران جهت مدیریت ریسک عدم تحویل کالای مورد سلف از جریمه تاخیر استفاده می‌شود.

* بدیهی است وضع جریمه تاخیر انگیزه تاخیر را کاهش داده و ریسک ناشی از این رخداد را حداقل می‌سازد.

*

مدیریت ریسک نوسانات قیمتی



* از آنجاکه ممکن است قیمت سبد کالایی از دوران خرید سلف تا سررسید، نوسان زیادی داشته باشد و دارندگان اوراق را با ریسک بالایی مواجه سازد و جذابیت و کارایی آن را تحت الشعاع قرار دهد، می‌توان از قراردادهای تبعی اختیار معامله استفاده نمود.

* روش کار بدین صورت است که ناشر در کنار قرارداد اصلی سلف، حق اختیار فروش سبد کالای مورد سلف را به قیمت معین در سررسید به خریداران سلف می‌فروشد و در مقابل حق اختیار خرید سبد کالای مورد سلف را به قیمت معین در سررسید از خریداران سلف می‌خرد.

* خریداران سلف (دارندگان اوراق) می‌توانند در سلف موازی که سبد کالا را به فرد دیگری می‌فروشند، این دو حق اختیار را به خریدار جدید منتقل نمایند.

P_A قیمت اعمال اختیار فروش (کف قیمت) - P_B قیمت اعمال اختیار خرید (سقف قیمت)
 P_1 قیمت سبد کالایی که طی قرارداد اختیار خرید بین بانک مرکزی و دولت منعقد می‌شود.
 P_2 قیمت سبد کالایی هنگام خرید (قیمت پیش فروش) - P_3 قیمت سبد کالا در سررسید
 ρ_{CB} حق الوکاله بانک مرکزی برای فروش سبد کالا در بازار
 ρ_G حق الوکاله دولت برای فروش سبد کالا در بازار

وضعیت P_3	اقدام	میزان سود دارنده اوراق	میزان سود و زیان بانک مرکزی	میزان سود و زیان دولت
حالت اول $P_3 < P_A$	دارنده اوراق از اختیار فروش خود استفاده می‌کند و سبد کالا را به ناشر به قیمت P_A می‌فروشد.	$P_A - P_2$ سود حداقلی	$P_2 - P_1 - P_A + P_3$	$P_1 - P_3$
حالت دوم $P_3 > P_B$	ناشر از اختیار خرید خود استفاده کرده و سبد کالا را از دارنده اوراق به قیمت P_B خریداری می‌نماید.	$P_B - P_2$ سود حداکثری	$P_2 - P_1 - P_B + P_3$	$P_3 - P_1$
حالت سوم $P_A < P_3 < P_B$	اگر فرد مایل به داشتن سبد کالا نبود، می‌تواند ناشر را وکیل کرده تا سبد کالای وی را در بازار به فروش برساند.	$P_3 - P_2 - \rho_{CB} - \rho_G$ سود میانه	$P_2 - P_1 + \rho_{CB}$	$P_3 - P_1 + \rho_G$
حالت چهارم $P_A < P_3 < P_B$	اگر فرد مایل به داشتن سبد کالا بود، می‌تواند سبد کالا را به طور فیزیکی تحویل بگیرد.	از سبد کالا استفاده می‌نماید.	$P_2 - P_1$	$P_3 - P_1$

بخش دوم:

بیان چالشهای فقهی مدل در بازار ثانویه به عنوان یک ابزار سیاستگذاری
اقتصاد کلان و ارائه راهکارهای پیشنهادی

* بررسی فقهی صکوک سلف نشان می‌دهد که استفاده از این ابزار در بازار اولیه بدون مشکل فقهی است؛ اما معامله این اوراق در بازار ثانویه سه شبهه فقهی را مطرح می‌سازد:



- * پرداخت کل مبلغ سلف در هنگام معامله
- * سفته‌بازی با صکوک سلف
- * ممنوعیت فروش مجدد سلف پیش از سررسید

راه حل های رفع مشکل «ممنوعیت فروش مجدد سلف پیش از سررسید»

۱. سلف موازی

- * خریدار در قرارداد سلف اول، در موضع فروشنده در قرارداد سلف ثانویه قرار می گیرد.
- * در این الگوی، کسی که کالایی را توسط صکوک سلف پیش خرید کرده است (خریدار اول) می تواند به منظور کسب سود، با انعقاد قرارداد سلف موازی کل یا مقداری از آن کالا را به دیگری (خریدار دوم) بفروشد.
- * مشکل: دارنده صکوک سلف وقتی آن را به دیگری به طور سلف موازی می فروشد، ارتباط وی با بازار و کالای فروخته شده قطع نمی شود؛ چراکه هنگام فرارسیدن سررسید خریدار سلف اول باید کالا را از فروشنده سلف اول تحویل گرفته و به خریدار سلف دوم واگذار نماید. خریدار سلف دوم نیز باید کالا را به خریدار سلف سوم برساند. بدین طریق همه افراد در برابر هم مسئول هستند. این در حالی است که در ابزارسازی صکوک سلف نیازمند آن هستیم که معامله گران حد وسط از بازار خارج شده و تنها فروشنده سلف اول و خریدار سلف آخر در برابر هم مسئولیت داشته باشند.

۲. قرارداد مرکب از سلف موازی و وکالت

* جهت رفع نقص راه حل گذشته، صکوک سلف می تواند اینگونه طراحی شود که خریدار سلف اول پس از انعقاد سلف موازی با خریدار دوم به وی وکالت دهد که در سررسید از جانب وی (خریدار سلف اول) کالا را از فروشنده سلف اول (ناشر) تحویل بگیرد و به خودش منتقل نماید. خریدار سلف اول قادر است تا افزون بر وکالت تحویل کالا به خریدار دوم، وکالت در توکیل را نیز به او بدهد تا که وی نیز بتواند به خریدار سوم این وکالت را انتقال بخشد و این جریان به صورت سلسله وار به خریداران بعدی ادامه یابد.

* مزیت این روش نسبت به روش سلف موازی: نیاز نیست هر یک از خریداران سلف موازی، کالا را از فروشنده قبلی تحویل بگیرند و به بعدی منتقل کنند. بلکه تنها نیاز است که خریدار نهایی در زمان سررسید به فروشنده اول مراجعه و بر حسب وکالت‌هایی که در اختیار دارد کالا را از وی تحویل گیرد.

* مشکل: اولاً معامله‌گران بازار چنین معامله‌ای را بر روی همان کالای نخست قلمداد نموده و استقلال معاملات از یکدیگر را تشخیص نمی‌دهند. **دوم** آنکه چنانکه فروشنده سلف اول، تخلف در تعهد داشته باشد خریدار آخر باید به فروشنده آخر (موکل خود) و او نیز به فروشنده ماقبل خود (موکل خود) و همینطور کلیه افراد درگیر در معامله به افراد پیش از خود مراجعه کنند تا سرانجام به این فرد متخلف (فروشنده اول) برسد. **سوم** آنکه چنانچه برای فروشنده اول یا یکی از خریداران واسطه، مشکلی همچون مرگ و یا جنون پیش آید، قرارداد وکالت باطل و باعث اخلال در بازار ثانویه می‌شود.

۳. قرارداد مرکب از سلف موازی، وکالت و قرض

* خریدار اولیه سلف، وقتی قصد فروش اوراق خود را دارد، به جای فروش با گرفتن مبلغی معادل قیمت روز اوراق در قالب عقد قرض، اوراق خود را به دیگری واگذار می‌نماید و به وی وکالت می‌دهد تا در سررسید کالا را از جانب او قبض کرده و به وکالت از وی به خودش و یا به دیگری به همان قیمت بفروش رسانده و وجه آن را بابت قرض داده شده، تسویه نماید.

* برای آنکه افراد دیگر هم بتوانند به بازار ثانویه این اوراق وارد شوند می‌توان به دریافت‌کننده صکوک سلف افزون بر وکالت در فروش، وکالت در توکیل هم داده شود.

* حُسن این روش نسبت به روش سلف موازی: دیگر نیاز نیست در سررسید خریدار سلف اول کالا را از فروشنده سلف اول تحویل گرفته و به خریدار سلف دوم واگذار نماید و الی آخر؛ بلکه کافی است خریدار نهایی بر حسب وکالت‌هایی که در اختیار دارد به فروشنده اول مراجعه کند.

* مزیت این روش نسبت به روش قرارداد مرکب از سلف موازی و وکالت: دیگر نیازی به تشخیص معامله‌گران نسبت به استقلال معاملات فروش سلف و سلف موازی از یکدیگر نیست؛ چراکه تنها یک عملیات پیش خرید انجام شده است و مابقی روابط در قالب واگذاری اوراق و وکالت و قرض وجه انجام پذیرفته است.

* مشکل: عدم رعایت تعهد فروشنده اصلی، خریدار نهایی مجبور می‌شود به خریدار پیشین مراجعه کرده و دریافت خسارت نمایند، خریدار ماقبل آخر نیز مجبور است به خریدار قبل از خود و به همین ترتیب تا نفر اول مراجعه شود.

* چنانکه برای فروشنده اولیه یا یکی از خریداران واسطه مشکلی چون مرگ و جنون پیش آید، قرارداد وکالت باطل و باعث اخلال در بازار ثانویه می‌شود.

* اگر قیمت کالای پیش خرید شده کاهش یابد به مقتضای عقد وکالت، خریدار نهایی حق خواهد داشت تقاضای مبلغ قرض داده شده را بنماید و کالای سلف را به فروشنده واگذار نماید و وی نیز به نفر قبلی مراجعه کند که این مورد نیز با ماهیت و کارکرد بازارهای مالی سازگاری ندارد.

۴. صلح کالای مورد سلف

* در سلف اول، خریدار اول می‌توان قبل از سررسید و قبض کالا، به جای فروش کالای پیش خرید شده، آن را از طریق عقد صلح به دیگری واگذار (مصالحه) کند. خریداران بعدی نیز قادرند از همین طریق این کار را ادامه دهند و از بازار خارج شوند. در نهایت این خریدار نهایی است که مالک کالای مورد سلف در ذمه فروشنده اول است و با مراجعه به وی، کالا را دریافت می‌نماید.

* مشکل: به اعتقاد فقهای اهل تسنن عقد صلح عقدی مستقل نبوده و در این موارد جواز کاربرد ندارد. از این رو این پیشنهاد نیز جهت استفاده سیاستی از صکوک سلف در کل کشور که مناطق سنی‌نشین نیز دارای مبادلات اقتصادی هستند، چندان فراگیر به نظر نمی‌آید.



۵. قرارداد مرکب از سلف موازی و حواله

* فروشنده سلف نخست، با دریافت قیمت کالا گواهی‌ای را در اختیار خریدار قرار می‌دهد تا به سبب آن خود خریدار یا هر کسی که خریدار وی را حواله می‌دهد، حق داشته باشد در سررسید مقرر به فروشنده اول مراجعه داشته و کالای مورد سلف را تحویل بگیرد.

* این رویه تا سررسید چندین مرتبه قابل تکرار است. در این وضعیت، ذمه فروشنده سلف موازی نسبت به خریدار سلف موازی از دین بری می‌شود و ذمه ناشر (محال علیه) به آنچه به وی حواله شده است مشغول می‌گردد. این به مفهوم خروج فروشنده سلف موازی از بازار است.

* در این وضعیت، ناشر با صدور گواهی سلف پیشاپیش رضایت کلی خود را برای حواله اعلام می‌کند.

* گرچه این روش پیشنهادی نسبت به پیشنهادات پیشین، از قدرت بالاتری برخوردار است، اما به ظاهر در این روش نیز شبهاتی باقی است.

* اولاً همانند روش قرارداد مرکب از سلف موازی و وکالت، در این روش نیز معامله‌گران بازار چنین معامله‌ای را بر روی همان کالای نخست قلمداد نموده و استقلال معاملات از یکدیگر را تشخیص نمی‌دهند

* دوم آنکه شماری از فقها، حواله را فقط موجب انتقال «حق مطالبه» داین از مدیون به ذمه محال علیه دانسته و معتقدند که «اصل دین» در ذمه محیل باقی می‌ماند. از این رو بنا بر این، امکان خروج از بازار برای فروشندگان سلف موازی مهیا نیست.

* سوم آنکه حواله زمانی رخ می‌دهد که خرید و فروش سلف موازی انجام پذیرفته و فروشنده سلف موازی مدیون و خریدار سلف موازی، طلبکار شده باشد؛ پس از این است که محیل (فروشنده) می‌تواند محتال (خریدار) را به سمت محال علیه (ناشر) حواله دهد. فقها درباره ضروری بودن رضایت محیل و محتال برای انعقاد حواله کمتر تردید کرده‌اند، زیرا ایجاب و قبول را این دو انجام می‌دهند و اراده و رضایت آنان در تکوین عقد نقش اساسی دارد و نمی‌توان بالاجبار آنان را به حواله مجبور ساخت. تا حدی که گفته می‌شود پس از انشای ایجاب عقد حواله از سوی محیل، قبول آن بر محتال لازم نیست و وی می‌تواند، حتی در صورت توانگر بودن محال علیه، از پذیرفتن آن سر باز زند.

* از این رو در حالتی که پس از عقد سلف موازی و پدید آمدن دائن و مدیون، فروشنده و خریدار (دائن و مدیون) نخواهند به هر دلیلی از عقد حواله استفاده کنند و یا به بیان دیگر فروشنده سلف موازی بخواهد کالا را شخصاً از ناشر (فروشنده اول سلف) تحویل بگیرد و به خریدار تحویل دهد یا آنکه خریدار نخواهد کالای خود را از ناشر تحویل بگیرد و به نوعی موافق حواله شدن به سمت ناشر نباشد، در روند بازار اوراق خلل وارد می‌شود.

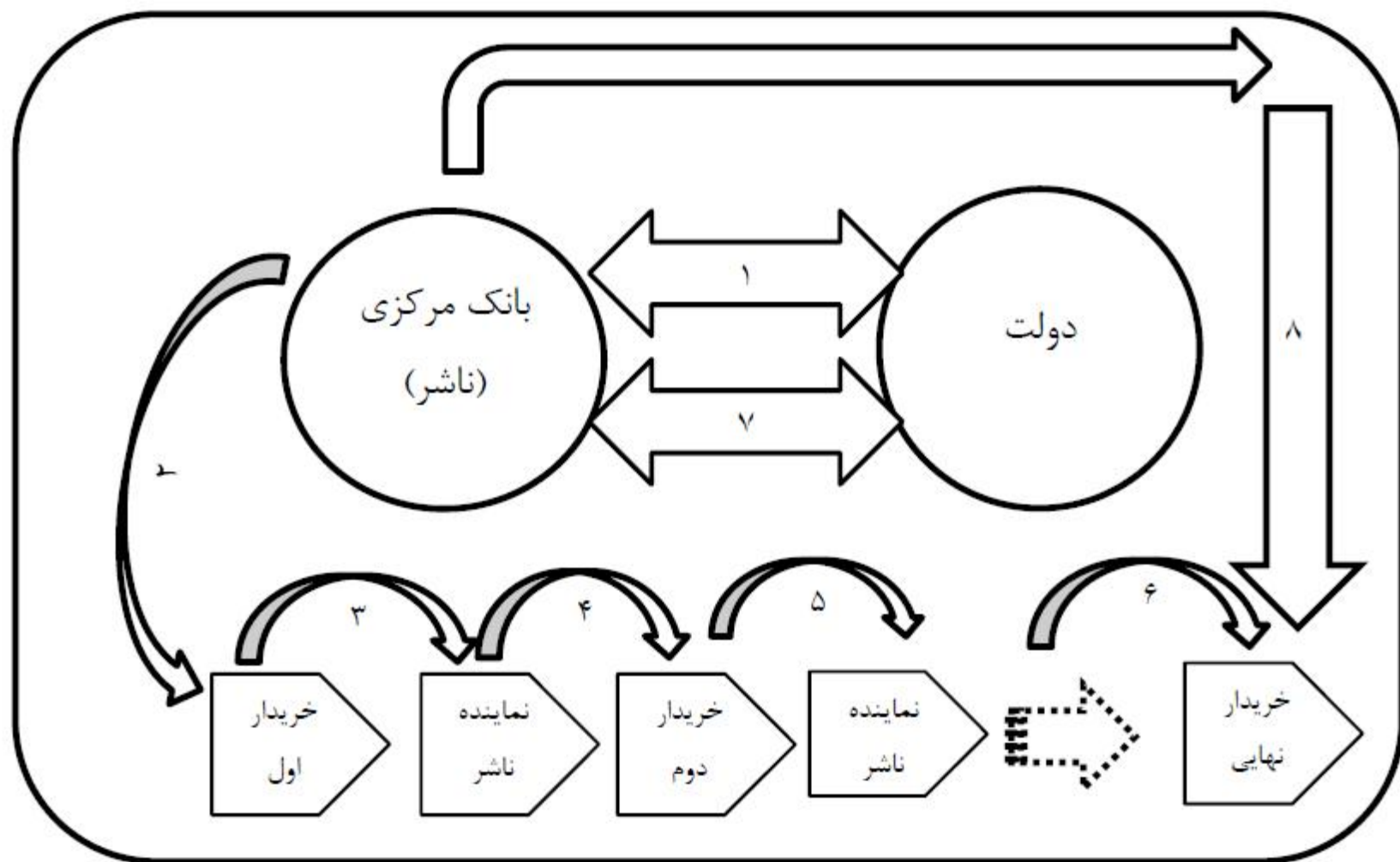
* شاید گفته شود که می‌توان با شرط ضمن عقد سلف موازی این مشکل را تا حدی مرتفع ساخت، اما در شرط ضمن عقد حداقل یک طرف باید مایل به شرط باشد؛ از این رو در حالتی که هر دو طرف مایل به شرط حواله نباشند، آن هنگام چه کسی می‌تواند این شرط را ضمن عقد این دو قرار دهد یا به عبارتی چه تضمینی مبنی بر وضع شرط ضمن عقد وجود خواهد داشت؟

* چهارم آنکه در صورتی که محال علیه (ناشر) مُعسر و ورشکسته مالی باشد یا نتواند تعهد خود را به انجام برساند، و محتال (خریدار سلف) از اعسار او آگاه نباشد، محتال می‌تواند حواله را فسخ کند. در این حال او به محیل (فروشنده سلف) مراجعه می‌کند، فروشنده سلف نیز به نفر قبل خود و به همین ترتیب تا که به فروشنده اول برسد. در این وضعیت نیز مانند گذشته، مراجعات مکرر و سلسله‌واری پدید می‌آید که در بازارهای مالی امکان آن وجود ندارد.

۶. قرارداد مرکب از سلف موازی و وکالت با حضور نماینده ناشر

* بانک مرکزی به عنوان ناشر اوراق، هنگام پیش فروش کالا به خریدار اول با شرط ضمن عقد سلف چنین شرط نماید که وی در صورت تمایل به انعقاد سلف موازی و خروج از بازار، تنها می‌تواند این کالا را به نماینده ناشر که در بازار (شبه) ثانویه فعال است بفروش برساند. نماینده ناشر یک شخصیت حقوقی مستقل از ناشر بوده و امکان خرید و فروش سلف، وکالت و یا توکیل در وکالت را دارا می‌باشد.

* خریدار سلف می‌تواند تا سررسید صبر کرده و کالای پیش خرید شده را تحویل بگیرد و یا آنکه با واگذاری اوراق سلف خود به نماینده ناشر، ضمن عقد سلف موازی با وی و دریافت قیمت روز کالای مورد سلف، به وی وکالت دهد تا در سررسید از جانب وی (خریدار سلف اول) کالا را از فروشنده سلف اول (ناشر) تحویل بگیرد و به خودش منتقل نماید. در ادامه نماینده ناشر با خریدار دوم در بازار ثانویه وارد عقد سلف موازی می‌شود و به وی وکالت می‌دهد چنانچه اوراق را تا سررسید نزد خود نگه می‌دارد، در سررسید کالا را از فروشنده سلف اول (ناشر) تحویل بگیرد و به خودش منتقل نماید و یا در صورت تمایل به انعقاد سلف موازی و خروج از بازار، تنها می‌تواند این کالا را به نماینده ناشر بفروش برساند.



این روش پیشنهادی از چندین مزیت نسبت به روش‌های پیشین برخوردار است.

***اول آنکه** بر خلاف روش سلف موازی، دیگر نیاز نیست در سررسید هر یک از خریداران سلف موازی، کالا را از فروشنده قبلی تحویل بگیرند و به بعدی منتقل کنند. بلکه تنها نیاز است که خریدار نهایی در زمان سررسید به فروشنده اول (ناشر) مراجعه و بر حسب وکالت‌هایی که از افراد قبلی در اختیار دارد کالا را از وی تحویل بگیرد.

***دوم اینکه** از آنجا که در این روش، در هر بار معامله پای نماینده ناشر به عنوان یک شخصیت حقوقی مستقل و فعال در میان است، معامله‌گران بازار استقلال معاملات را از یکدیگر تشخیص می‌دهند.

* سوم آنکه بر خلاف روش قرارداد مرکب از سلف موازی و وکالت، چنانکه فروشنده سلف اول (ناشر)، تخلف در تعهد داشته باشد، نیازی نیست که خریدار آخر به سرمایه‌گذاری که کنون در بازار نیست مراجعه کند. این حضور پیوسته و فعال نماینده ناشر در سلسله خرید و فروش‌های سلف موازی در بازار ثانویه باعث می‌شود، معامله‌گران حد وسط به راحتی و بدون پذیرش مسئولیت از بازار خارج شوند.

* چهارمین مزیت آنکه چنانچه برای فروشنده اول یا یکی از خریداران واسطه مشکلی چون مرگ و یا جنون پیش آید، گرچه قرارداد وکالت وی باطل می‌شود اما وجود نماینده ناشر در بین سلسله خرید و فروش‌های سلف موازی مانع ایجاد اخلاف در این بازار می‌شود.

* پنجمین مزیت آنکه در این روش مشکلات و محدودیت‌های فقهی پیش گفته در عقد صلح و یا حواله، احساس نمی‌شود؛ مانند آنکه حالتی پیش نمی‌آید که هر دو طرف درگیر در معامله با ایجاد شرط ضمن عقد مخالف باشند و خللی در بازار ثانویه ایجاد شود.

بخش سوم:

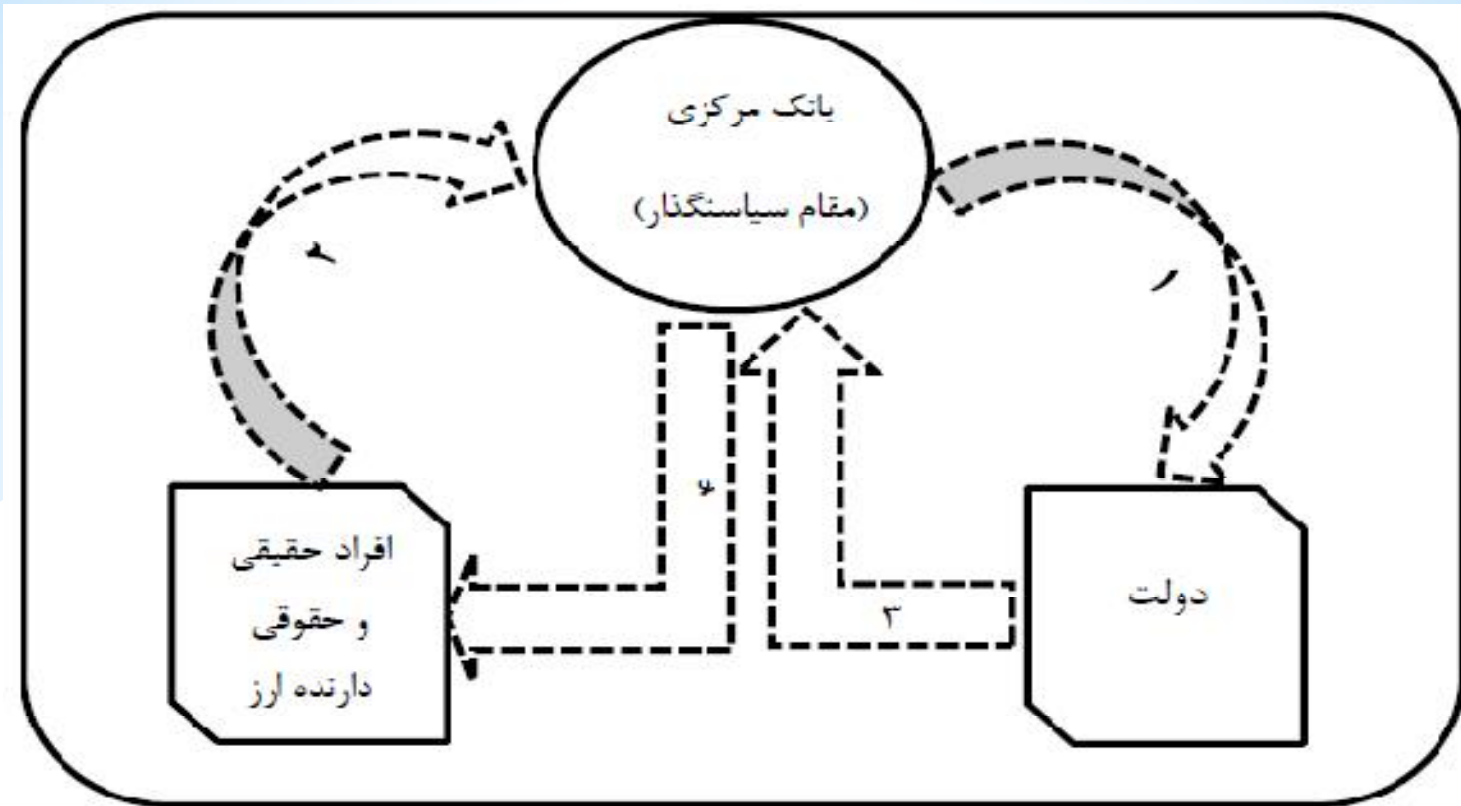
کاربرد مدل در کنترل نوسانات ارزی با استفاده از

مدل سبد بهینه دارایی



* در زمان t_0 که سیاستگذار احساس می‌کند لازم است حجم ریال و یا ارز در بازار کاهش یابد و نیازی نباشد که این وجوه در پروژه‌ای خاص، مورد استفاده قرار گرفته و دوباره به جریان اقتصادی برگردد، از این سیاست استفاده می‌شود. به بیان دیگر، از مزایای این مدل آن است که امکان حبس وجوه جمع آوری شده و عدم بازگرداندن آن به جریان اقتصادی وجود دارد. خاصیتی که در اوراق مشارکت بانک مرکزی، اوراق مضاربه یا اوراق استصناع وجود ندارد.

* این سیاست قدرت اثرگذاری در کوتاه مدت را دارد و در دوره t_1 منابع به جریان اقتصادی باز می‌گردد.



۱. خرید حق خرید سبد کالایی در زمان t_0 .
۲. فروش صکوک سلف ارزی سبد کالایی و دریافت وجوه در زمان t_0 .
۳. استفاده بانک مرکزی از حق خرید و دریافت سبد کالا (و یا وجه ناشی از فروش وکالتی آن) از دولت در زمان t_1 .
۴. اعطای سبد کالا و یا ارز ناشی از فروش وکالتی آن توسط بانک مرکزی به دارندگان اوراق، در زمان t_1 .

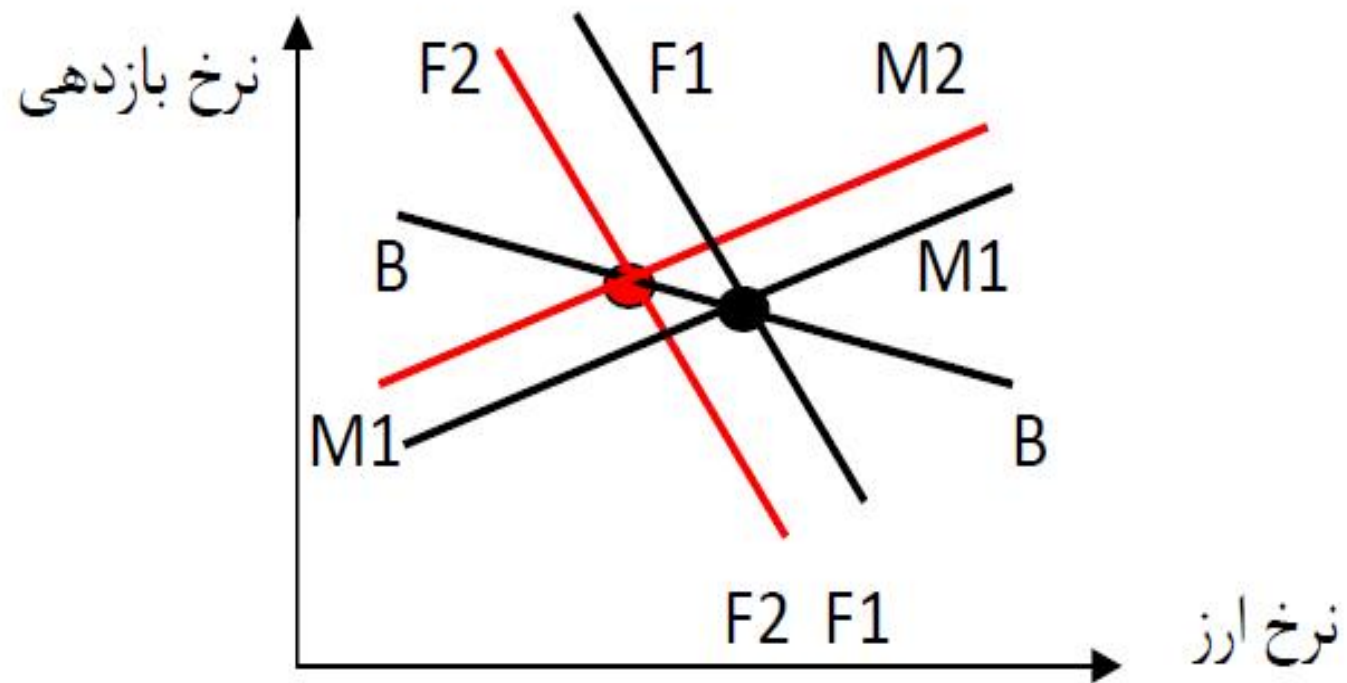
روش مستقیم

منظور از روش مستقیم، روشی است که خود ارز و یا صکوک ارزی به صورت مستقیم در روند مبادلات مورد دادوستد قرار می‌گیرد.

الف) عملیات مبادلات خارجی (FXO) توسط صکوک دوسویه سلف ارزی

منظور از اوراق دوسویه ارزی اوراقی است که بر خرید و فروش آن توسط دو واحد پولی متفاوت انجام می‌پذیرد. به عنوان نمونه این اوراق می‌تواند بر پایه پول ملی (ریال) منتشر شود، اما هنگام جمع‌آوری آن پول واحد ارزی به دارندگان اوراق داده شود.

در مواقعی که بازار دچار شوک مثبت ارزی شده و قیمت ارز بالا رفته باشد، مقامات پولی با استفاده از عملیات مبادلات خارجی انقباضی، با جمع‌آوری پایه پولی ملی (ریال)، صکوک دوسویه سلف ارزی سبد کالایی با ویژگی‌های و مشخصات معلوم و تعیین شده را به افراد حقیقی و حقوقی به فروش می‌رسانند. در این شرایط ضمن کاهش میزان موجودی پول ملی، به موجودی صکوک ارزی این بخش افزوده می‌شود. در این حالت بر اساس مدل سبد دارایی، با کاهش پایه پول ملی و افزایش سهم دارایی‌های خارجی در ترکیب سبد دارایی افراد، ارزش پول ملی افزایش می‌یابد یا به عبارتی شوک مثبت ارزی جبران شده و نرخ برابری ارز پایین می‌رود.

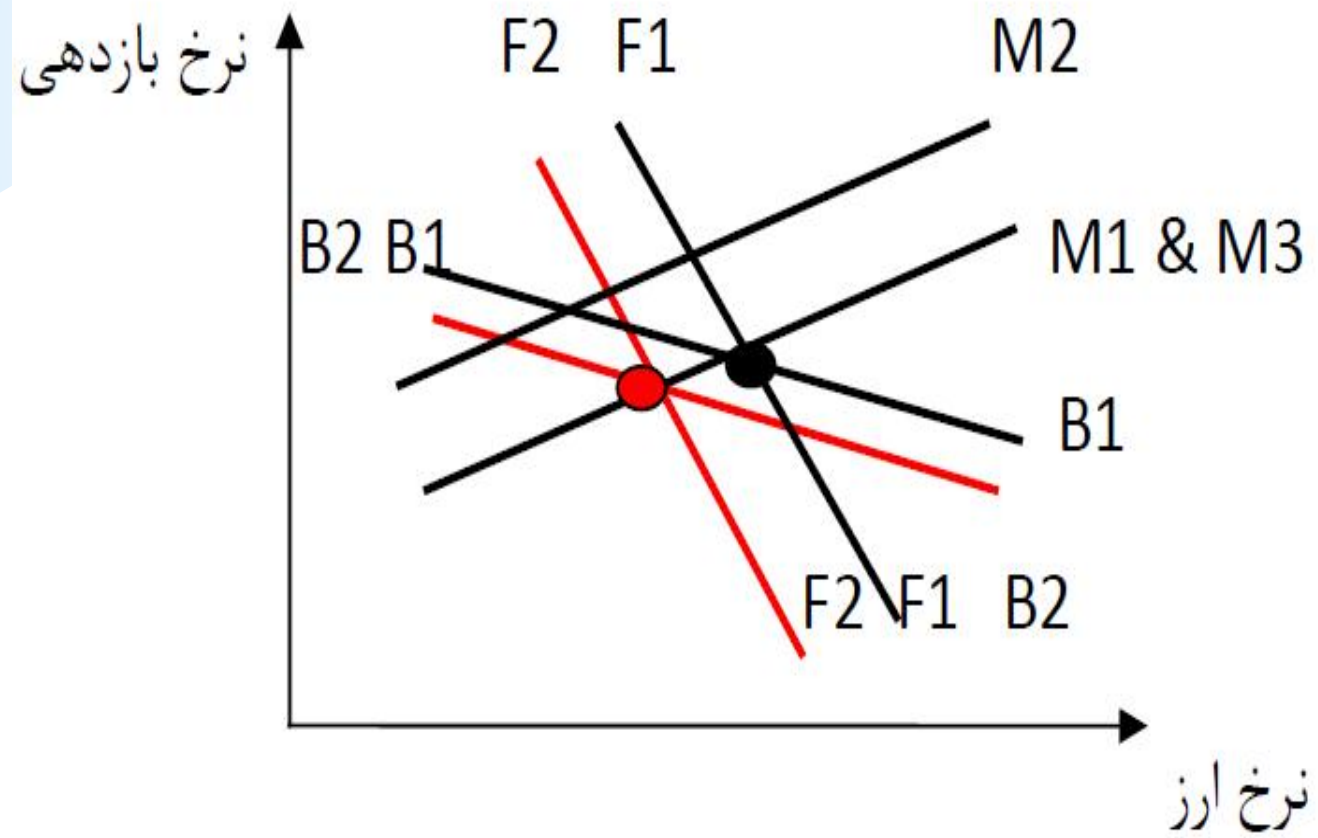


ب) عملیات عقیم‌سازی اثرات مبادلات خارجی (SFXO) توسط صکوک دوسویه سلف ارزی

این عملیات حاصل استفاده ترکیبی از دو عملیات مبادلات خارجی (FXO) و عملیات بازار باز (OMO) است.

در این عملیات ابتدا یک سیاست مبادلات خارجی انقباضی انجام می‌شود؛ یعنی مقامات پولی صکوک سلف ارزی را با جمع‌آوری پول ملی به فروش می‌رسانند. سپس عملیات بازار باز انبساطی انجام می‌شود و پایه پولی کاهش یافته در عملیات مبادلات خارجی را با خرید صکوک سلف ریالی یا هر صکوک ریالی موجود در بازار، جبران کرده و به عبارتی اثرات تغییرات پایه پولی عملیات مبادلات خارجی را عقیم می‌سازد.

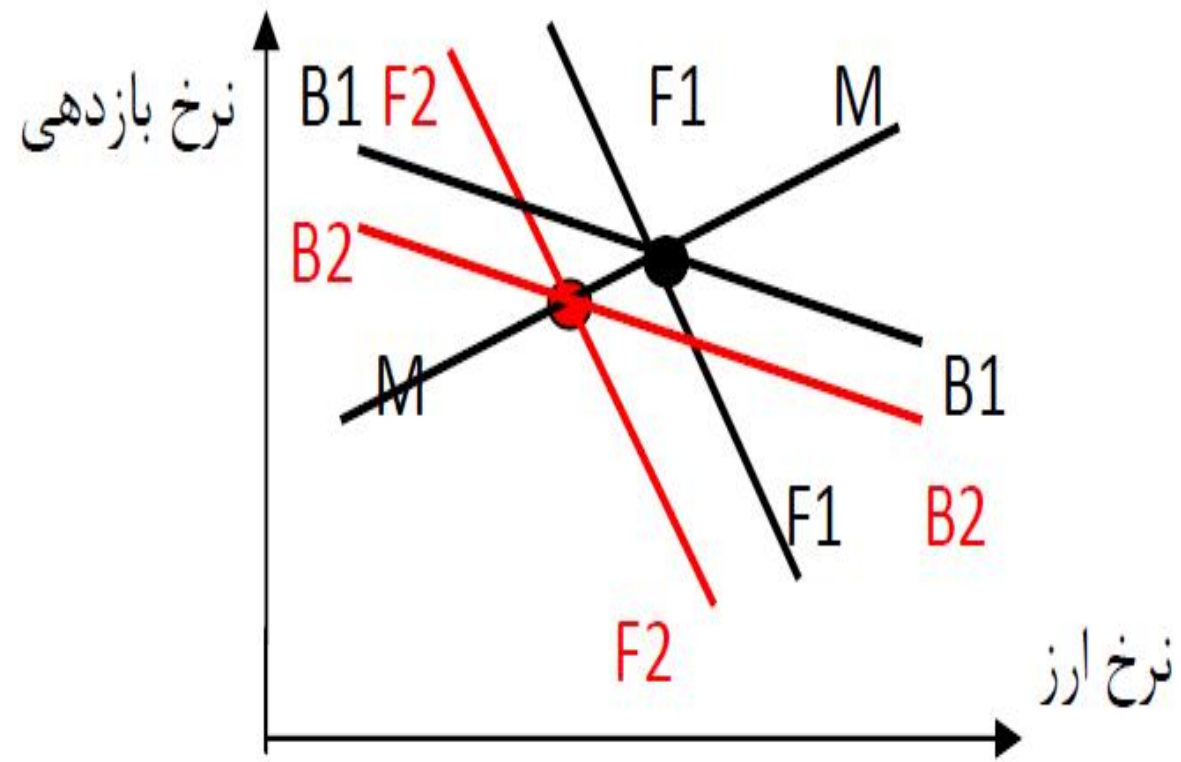
در این حالت بر اساس مدل سبد دارایی، با افزایش حجم صکوک ارزی در پی سیاست مبادلات خارجی انقباضی، کاهش نرخ ارز لازمه دست یافتن به سبد بهینه دارایی است؛ چراکه با افزایش سهم دارایی‌های ارزی در سبد دارایی‌ها، افراد تقاضای خرید ارز را پایین می‌برند (افزایش عرضه ارز در بازار) تا سهم ارزی سبد دارایی به تعادل بهینه برسد. بدیهی است کاهش تقاضای ارز موجب افت نرخ ارز می‌شود. بدین طریق شوک مثبت ارزی وارده شده به بازار جبران می‌شود.



ج) مبادله صکوک سلف ارزی با ارز

ضعف عمده دو سیاست قبلی این است که مقامات پولی با استفاده از اوراق دوسویه ارزی، صکوک سلف ارزی را با جمع‌آوری پول ملی (ریال) به فروش می‌رسانند. خرید و فروش صکوک سلف ارزی با پول ملی از جذابیت و امکان سیاست‌گذاری‌های دیگر می‌کاهد.

در مواقعی که بازار ارز دچار شوک مثبت شده و نرخ ارز رو به بالا رفته است، مقامات پولی بخشی از ارز موجود نزد بخش خصوصی را با فروش صکوک سلف ارزی جابجا و تعویض می‌کنند. در این وضعیت صکوک ارزی جایگزین ارز می‌شود و مطابق الگوی سبد دارایی این سیاست توام با کاهش عرضه صکوک ریالی و یا به عبارت دیگر افزایش تقاضای آن می‌شود تا تعادل سبد بهینه دارایی حفظ شود. بر اساس این الگو اثرات شوک مثبت نرخ ارز را جبران می‌نمایند.

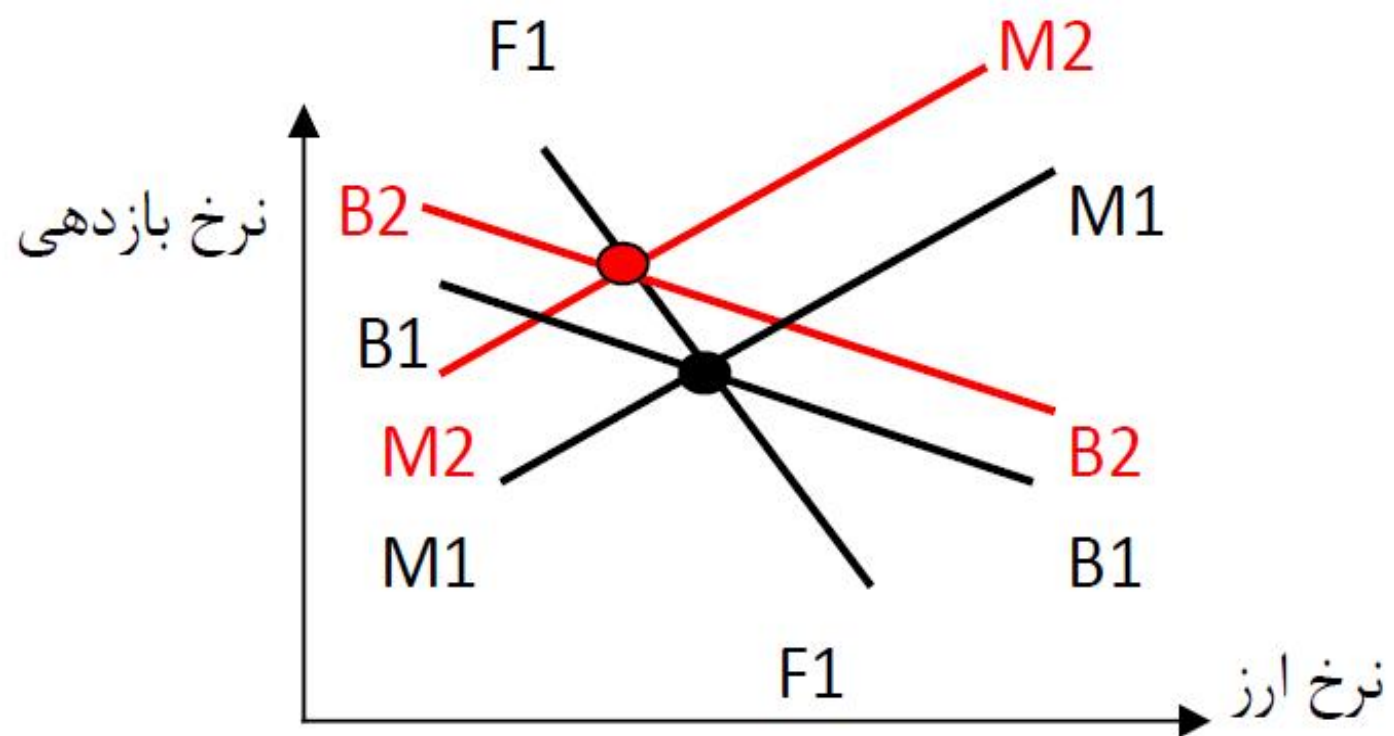


روش غیرمستقیم

منظور از روش غیرمستقیم، روشی است که در شروع اعمال سیاست، خود ارز و یا صکوک ارزی به صورت مستقیم در روند مبادلات مورد دادوستد قرار نمی‌گیرد، بلکه مبادله ریال و صکوک ریالی بر نرخ ارز اثرگذاری می‌نماید.

مبادله ریال با صکوک ریالی

در مواقعی که بازار ارز دچار شوک مثبت شده است، مقامات پولی بخشی از ریال موجود نزد بخش خصوصی را با فروش صکوک سلف ریالی جمع‌آوری می‌کنند. در این وضعیت ضمن افزایش میزان موجودی صکوک ریالی، حجم ریال کاسته می‌شود. بر اساس سازوکار مدل سبد دارایی، انتظار آن است که با کاهش پایه پولی در بازار، ارزش پول ملی رو به افزایش بگذارد و اثرات شوک مثبت ارزی با این سیاست خنثی شود و نرخ ارز کاهش یابد.



از توجه شما متکرم