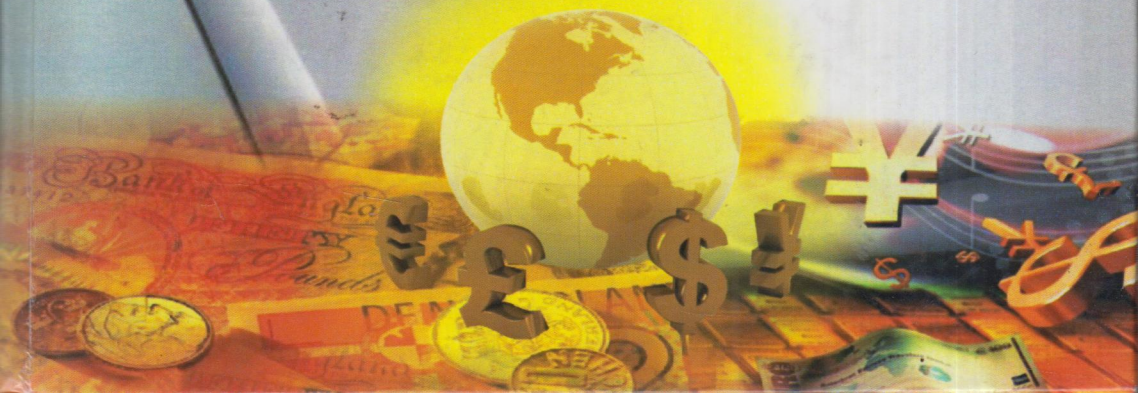


Т. С. РАСУЛОВ
Ш. Р. РАЖАББАЕВ
Д. Р. ИБРАГИМОВ

ВАЛЮТА БОЗОРЛАРИДАГИ
ОПЕРАЦИЯЛАР:
НАЗАРИЯ ВА АМАЛИЁТ



**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ
БАНК-МОЛИЯ АКАДЕМИЯСИ**

**Т. С. РАСУЛОВ
Ш. Р. РАЖАББАЕВ
Д. Р. ИБРАГИМОВ**

**ВАЛЮТА БОЗОРЛАРИДАГИ
ОПЕРАЦИЯЛАР:
НАЗАРИЯ ВА АМАЛИЁТ**

Тошкент – «Молия» – 2011

336 и (07)

65.268

P25

Расулов Т.С.

Валюта бозорларидаги операциялар: назария ва амалиёт.
Ўқув қўлланма / Т.С. Расулов, Ш.Р. Ражаббаева, Д.Р. Ибрагимов,
А.В. Вахабов таҳрири остида. Ўзбекистон Республикаси Банк-
молия академияси. – Т.: «Молия», 2011. 308-б.

ББК 65.268я73
УДК: 339.7 (075)

*Иқтисод фанлари доктори, профессор
Абдурахим Восиқович Вахабов
таҳрири остида*

Мазкур ўқув қўлланмада валюта бозорларини шакл-
ланиши, ривожланиш босқичлари, валюта операциялар
турлари, жумладан, спот битимлари, форвард ва биржадан
ташқари савдо операцияларининг бошқа турлари кўриб
чиқилган ҳамда уларни хеджирлаш масалалари ёритилган.
Қўлланма муаллифларнинг Ўзбекистон Республикаси Банк –
молия академиясида «Халқаро валюта кредит муносабатлари»
ва «Халқаро банк иши» ихтисосликларида ўқиган маъру-
залари асосида тайёрланди. Олий ўқув юр்தларининг «Банк
иши» йўналиши бўйича таълим олаётган бакалавр ва
магистрлар учун мўлжалланган.

Тақризчилар: и.ф.д. Ф.И. Мирзаев – БМА МОФ декани
и.ф.н. О.Ш. Сабилов – БМА магистратураси декани

№2258-7058

ISBN 978-9943-302-50-1

© Ўзбекистон Республикаси
Банк-молия академияси,
«Молия» нашриёти, 2011 й.

836265
TDIU
kutubxonasi 43

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ
МУСТАҚИЛЛИГИНИНГ 20 ЙИЛЛИГИГА
БАҒИШЛАНАДИ**

КИРИШ

Замонавий дунё иктисодиёти жадал суръатларда ривожланмоқда. Бугун шу нарса аниқки, жаҳоннинг ҳар қандай мамлақати, дунё хўжалигига интеграциялашмасдан ривожланиши мумкин эмас. Лекин бошқа бир жиҳат ҳам равшан: мамлакатлар дунё хўжалигига интеграциялашувда аниқ бир мамлакат чегараларидан ташқарида юзага келувчи ташки муаммоларга қарши туришга мажбур бўладилар.

Йирик инвестициявий ресурслар яхши иктисодий ўсиш салоҳиятига эга бўлган мамлакатларга жадал йўналтирилмоқда. Иктисодий инқироз етилиб келаётган, таназзулнинг ўз-ўзидан кучайиши жараёнига олиб келувчи ўлкаларга эса жалб этилмайди. Бу табиий ҳол, чунки ҳар бир сармоядор ўз жамғармаларини ҳимоялашда ўзи учун етарли даромад меъёрини таъминлашни истайди: капитал кўпроқ фойда олиш мумкин бўлган жойга йўналтирилади.

Ўзбекистон ҳам ушбу жараёнлардан истисно эмас – унинг ижобий ривожланиши республикага қиритилган инвестицияларнинг ҳимояси қанчалик таъминланганига ва шу билан бир вақтда қарз олинган ресурсларни бошқариш жараёни қанчалик тўғри юритилишига кўп жиҳатдан боғлиқ.

Таназзул натижасида юзага келувчи, шунингдек уни келтириб чиқарадиган кўплаб муаммолар ичида оғирроғи, назаримизда, молия бозорларини барқарорлаштириш муаммосидир. Сўнгги йилларда валюта бозори, ссуда капиталлари бозори ёки катта

аҳамият касб этиб бораётган қимматли қоғозлар бозори бўғинларидан биринииг беқарорлашуви бутун молия бозорларида кескин пасайишларга олиб келаётганлигини кўрсатмоқда.

Шу ўринда валюта бозорини барқарорлаштириш муаммоси беқарорликни олдини олишда жуда муҳим ҳисобланади. Чунки айнан валюта курси динамикаси экспорт ва импорт ҳажмларига, бинобарин, бутун тўлов баланси мувозанатига таъсир кўрсатади.

Валюта курсининг сунъий пасайтирилиши ёки нореал паст даражада ушлаб турилиши, кўрсатиб ўтилган муаммоларни ҳал этмайди, аксинча, иқтисодий таназзулнинг муддатини чўзиб туради, холос. Мустақилликка эришган бир қанча мамлакатлар тажрибаси бунга яққол мисол бўла олади. Россиядаги 1998 йилги инқироз валюта курсини паст даражада ушлаб туриш керак эмаслигини, бундай йўл ривожланаётган давлатлардаги экспорт ривожини ҳалокатга олиб келишини кўрсатди. Валюта ресурслари тушумининг манбаи бўлган экспортни пасайиши эса валюта курси кадрини ушлаб туришни янада мураккаблаштиради.

Валюта бозорининг ва фоиз ставкалари бозорининг ниҳоят даражада беқарорлиги валюта ва фоиз рискларини хеджирлаш услубларини ишлаб чиқиш ва қўллаш заруратини тақозо этади. Чунки, дунёда турли валюталар мавжуд экан, улар ўз долзарблигини йўқотмайди. Назарий жиҳатдан олиб қараганда, бу муаммони тўлик ҳал этиш учун мамлакатлар бир

битимга келишлари ва битта валютани чиқаришни ҳамда ягона жаҳон валюта тизимини ишлаб чиқишни амалга оширишлари кифоя. Аммо, бугунги босқичда бунинг имконияти йўқ. Чунки - доллар, евро ва япон йенаси каби етакчи валюталарга эга бўлган мамлакатлар миллий валюта билан боғлиқ бўлган «миллий суверенитет» тушунчасини, беқарорлик ва инқирозларининг жаҳон иқтисодиёти ривожига етказётган зарарини бартараф этиш заруратидан кўра юқори кўядилар. 1999 йилнинг январида ягона евровалютанинг амалга киритилиши Европа молия бозорини барқарорлаштириш йўлидаги қадамлардан бири эди.

Муаллифларнинг изланишлари замонавий молия бозорларида амалга оширилаётган операцияларни ёритиш ва валюта операцияларини рискларни олдини олиш амалиётини такомиллаштиришга қаратилган бир уринишдир. Валюта операциялари турларини жорий этиш ва дилинг операцияларини ўтказишдан юртимиз банкларида ҳам қўлланиши мумкин бўлган, молия бозорларидаги ноқулай вазиятлардан муҳофазаланиш учун жаҳон амалиётида фойдаланиладиган ва рискларни камайтиришга қаратилган янги услублар бор.

Хусусан, замонавий шароитларда кенг тарқалган, мазкур қўлланмада биз томонимиздан таҳлил этилган услублардан бири, турли хеджинг операцияларини (hedging атамаси инглизча «тўсиқ», нарх ўзгаришлари оқибатидаги зарарлардан сақланиш бўйича очик позициялар ҳимоясига доир операциялар ўтказиш)

валюта бозорларида ҳам, шунингдек ссуда капитали ва олтин бозорларида ҳам қўллашдан иборатдир. Бугунги кунда сармоядорлар томонидан хатарларни хеджирлашга қўйиладиган, сифат жиҳатдан янги талаблар, шунингдек банкларнинг кескин рақобат шароитларида кўнгилдагидай фойз олишга бўлган интилишлари банкларни форвард бозори келиб чиқадиган хизматларни такомиллаштиришга ундамоқда.

Молия бозорларининг эркинлашуви, глобаллашув жараёнларининг юқори суръатларда ривожланиши, янги ахборот ва коммуникация технологияларининг ривожланиши замонавий валюта бозорини тубдан янги кўринишда шакллантирди, ундаги иштирокчилар ҳам горизонтал ва вертикал йўналишда кенгайишни рағбатлантирди. Валюта бозорларидаги брокерлик хизматлари борасида рақобатнинг ортиши иштирокчилар учун очиклик кўламини янада кенгайишига олиб келди. Интернет орқали савдо қилишнинг йўлга қўйилиши билан валюта бозорида институционал иштирокчилардан ташқари хусусий инвесторларнинг операцияларига имкон яратилди. Улар орасида молиявий эксперт ва профессионал мутахассислар билан бирга ҳеч қандай малакага ва молия бозорларининг ишлаш механизми бўйича фундаментал билимларга эга бўлмаган, бўш пул маблағларини самарали жойлаштириш истаги бўлган инвесторлар учрайди. Бу эса хусусий инвесторлар орасида банкротлик ҳолатларининг ортиши ва рақобатнинг кескинлашуви шароитида валюта рискларини

баҳолаш ва кунлик савдоларнинг оптималлигини таъминловчи усулларни такомиллаштириш зарурати-ни ортишига олиб келди.

Ҳозирги кунда молиявий рискларни ҳисоблаш бўйича катор усул ва моделлар мавжуд бўлиб, улар асосан фонд бозорида қўллашга мослашган. Чунки уларнинг аксариятида инвесторлар буйруқлари ҳисобга олинмаган ва шу сабабли валюта бозорига қўллаш учун етарли эмас. Рискларни баҳолаш усулидан биржа буйруқларини аниқлашда фойдаланиш ҳозирги кунда деярли барча хусусий ва институционал инвесторлар олдида турган долзарб масала бўлиб қолмоқда. Бу эса валюта рискини баҳолаш ва дилингни оптималлаштириш усулларини такомиллаштириш талаб этилади.

Мазкур ўқув қўлланмада, шунингдек, валюта дилинг операциялаини амалга оширишда валюта рискларини баҳолашни такомиллаштириш масалалари, молиявий рискларни баҳолашнинг Марковиц модели, CAPM модели, опционлар модели ва VAR моделлари киёсий таҳлили асосида валюта рискларини баҳолаш, мамлакатларда эркин сузиб юривчи валюта курси режимида ўтиш тенденцияси шароитида хеджирлаш амалиётидан фойдаланиш, валюта дилинг-ида алмашув курси rischi, фоиз rischi, кредит rischi ҳамда мамлакат рискларининг таъсир этиш дарадаси ва уларни бошқариш масалалари кўриб чиқилган.

I. ҚИСМ. ВАЛЮТА БОЗОРЛАРИНИНГ УМУМИЙ ТАВСИФИ

1.1. Валюта бозорлари нима учун мавжуд?

Халқаро бозорга чиқувчи компаниялар сотиб олиш, сотиш, кредит бериш ва қарз олиш бўйича турли битимларни амалга оширадilar. Бунда харидор учун маҳаллий бўлган валюта сотувчи учун хорижийга айланади. Чунончи:

– агар экспорт қилувчи давлатга хариди учун маҳаллий валютада тўловни амалга ошириш лозим бўлса, хорижий харидор экспорт қилувчи мамлакатининг валютасини сотиб олиши зарур;

– агар экспорт қилувчи давлат, харидорнинг маҳаллий валютасида ҳақ тўланишига рози бўлса, у олинган маблағларни ўз миллий валютасига конвертациялаш заруратига кўпроқ эҳтиёж сезади;

– халқаро савдо-сотикнинг айрим турлари харидор учун ҳам, сотувчи учун ҳам хорижий ҳисобланувчи валюталарда ҳақ тўлашни такозо этади (масалан, нефт савдосида ҳисоб-китоблар одатда АҚШ доллариди амалга оширилади).

Мисол учун, Германиядан товарлар сотиб олиш учун, Ўзбекистонлик импортер Германиялик маҳсулот етказиб берувчига ҳақ тўлаш мақсадида еврони сотиб олишига тўғри келади.

Одатда Форекс (Foreign Exchange) деб аталувчи валюта операциялари – бу бир валютани бошқасига

айрибошлаш савдосидир. Халқаро савдонинг амал қилиши учун бозорнинг мавжуд бўлишига эҳтиёж туғилади.

Лойиҳавий молиялаштириш ва халқаро инвестициялар ҳам давлатлар чегараларини кесиб ўтувчи битимларга талаб уйғотади, улар воситасида халқаро валюта сотиб олинади ёки сотилади. Масалан, АҚШ хазинаси облигацияларига маблағ қўйиш истагидаги Япон сармоядорлари облигацияларни сотиб олиш учун япон йеналари эвазига АҚШ долларини харид қилишлари керак бўлади.

Форекс бозоридаги савдо-сотик ҳажмларининг ўсишига охириги йилларда халқаро савдонинг эркинлаштирилиши (савдо тўсиқларининг камайтирилиши) ва валюта назоратининг юмшатилиши тенденцияси билан рағбарлантирилди. Юқори тараққий этган саноатлашган мамлакатларнинг кўпчилигида ҳозирда капиталнинг эркин ҳаракатланишига ижозат берилган. Шу боис компаниялар ва жисмоний шахслар хорижий валютада чекловларсиз харид қилишлари, сотишлари, қарз олишлари ёки кредит беришлари мумкин. Шунинг учун халқаро савдо-сотик ва инвестицияларда чекловларнинг бутунлай бекор қилиниши эҳтимоли тўғрисидаги таҳминлар ҳозирча ҳеч қандай асосга эга эмас.

1.2. Форекс бозори

Форекс (валютавий) битими – бу муайян санада етказиб бериш шарти билан, келишилган айрибошлаш курси бўйича бир хорижий валютани бошқасига

алмаштириш эвазига сотиб олиш ёки сотиш контрактига айтилади. Бу каби битимлар форекс (FX) бозорида амалга оширилади.

Форекс бозори иштирокчилари – бу тижорат банкларининг дилинг бўлимлари (dealing rooms) ҳамда бир-бирлари билан ва мижозлар билан телекоммуникация воситалари оркали боғланган брокерлардир.

FX бозоридаги асосий иштирокчилар – йирик банklar, мижозлари номидан мижозлари учун, ҳамда ўзлари олиб-сотишлари учун битимларни амалга оширадilar. FX бозорининг бошқа қатнашчилари – брокерлар, инвестиция институтлари (жамғармалар), корпорациялар ва марказий банklar бўлиб, улар бозорда амалга ошириладиган битимларнинг жами ҳажмида банklarаро келишувларнинг асосий қисмини эгаллайди.

Халқаро ҳисоб-китоблар банки (ХХБ)нинг марказий банklar тадқиқотларига асосланган ҳисоботиға мувофиқ, Лондон, Нью-Йорк, Токио ва Сингапур, битимлар ҳажми бўйича пасайиб бориш тартибиға кўра валюта савдосининг асосий марказлари ҳисобланади.

Лондон энг йирик ва муҳим молиявий марказ сифатида жаҳон бозорининг қарийб учдан бир қисмини эгаллайди. Катта марказлар, шунингдек бошқа мамлакатларда ҳам жойлашган, масалан, АҚШда, Германияда, Швейцарияда, Гонгконг (Сянган)да ва Францияда.

Валюта савдосида қатнашадиган учта асосий марказларнинг иш вақти деярли 24 соатни ташкил этади. Лондон ва Нью-Йорк ўртасидаги беш соатли фарк, ҳамда Токио ва Лондон ўртасидаги тўққиз соатли фарк, амалда туну-кун давомида савдо-сотик қилишга имкон беради.

Валюта бозорида бир валютани иккинчисига айрибошлаш нархи валюта курси деб аталади. Эркин бозорда бу нархлар талаб ва таклифга мувофиқ юқорига ва пастга ҳаракатланади, бошқариладиган бозорда эса валюта курслари, назорат предмети бўлиб ҳисобланади. Жаҳондаги асосий валюталар учун валюта бозорлари қисман бошқарилади. Чунки айрим давлатлар ўз миллий валюталарининг алмаштириш курсини бошқа асосий валюталарга қарши ўлароқ барқарорлаштиришга ҳаракат қиладилар.

Асосий жаҳон валюталари – АҚШ доллари, йена, фунт стерлинг, евро ва швейцария франки ўртасидаги алмаштириш курси талаб ва таклифга мувофиқ равишда эркин тебранади.

АҚШ доллари ҳозирга қадар форекс бозорида асосий ўринда турибди. Қуйидаги омиллар шундан далолат беради:

– энергетика ва қишлоқ хўжалиги товарлари савдосида афзал валюта сифатида долларнинг роли:

– АҚШнинг иқтисодий қудрати ва унинг жаҳон иқтисодиётидаги ўрни;

– долларнинг анъанавий захира валютаси сифатидаги мақоми.

1999 - йилда еврвалютанинг муомалага киритилиши ушбу валюта вақт ўтиши билан АҚШ долларининг устуворлигига бархам бера олиши тўғрисида бахсларни юзага келтирди. Ҳамма валюталар одатда, АҚШ доллари (USD)га нисбатан котировка қилинади (баҳоланади, яъни нархланади) ва форэкс битимларининг катта қисми долларни таркибий валюталардан бири сифатида ўз ичига олади.

АҚШ долларини ўз ичига олмайдиган битимларни, яъни кросс – битимларни бажариш учун иккита келишувни амалга ошириш лозим: долларга айрибошлаш эвазига икки валютанинг сотилиши ва сотиб олинishi. Мисол учун, Швейцария франкининг Япон йенасига нисбатан кросс – битими икки келишув воситасида қопланиши мумкин: доллар швейцария франкига нисбатан ва доллар япон йенасига кросс-битимларни ўтказиш йўллари (2.2 параграфда тўлиқ ёритилган).

Кросс – битим

Мақсад:

1. А валютани сотиш
2. В валютани сотиб олиш

Эришиш воситаси:

1. А валютани сотиб олиш
2. АҚШ долларини сотиш

АҚШ долларини сотиб В валютани сотиб олиш.

Валюта бозоридаги талаб ва таклифга таъсир этувчи ва шу тарзда алмаштириш курсларини

харакатлантирувчи омилларни, узоқ муддатли ва қисқа муддатли омилларга ажратиш мумкин.

Олиб-сотиш ва инвестиция мақсадларида сотиб олиш ёки сотиш учун талабни ҳосил қилувчи иктисодий ва ҳуқуқий шарт-шароитларни узоқ муддатли омилларга киритиш мумкин.

Икки валюта ўртасидаги ўртача алмаштириш курси ва унинг муайян вақт оралиғидаги ўзгаришлари, бу валюталарнинг ҳар бир эмитент мамлакатларидаги иктисодий ҳолатнинг фарқланишини акс эттиради.

Валюта бозорининг узоқ вақт сакланиб турмайдиган жорий шарт-шароитлардан келиб чиқувчи, талаб ва таклифга бўлган таъсири, қисқа муддатли омилларга киритилади. Бозорда маълум валютани сотувчилар сонининг вақтинчалик камлиги ушбу валюта нархларини сотувчилар учун мақбул бўлган даржага-ча ўсишига ёрдам беради. Бозордаги кайфият ёки миш-мишлар, валюта қийматининг тушиб кетиши ёки кўтарилишига сабаб бўлиши мумкин. Агар бу ҳол юз берса, у ёки бу валютани олиб-сотиш мақсадларида ёки эҳтиёт чораси сифатида сотиб олиш ёки сотиш, алмашув курсини қисқа муддатда (бир неча кун, ҳафта ёки ойларга) жиддий ўзгартириб юбориши мумкин.

Валюта бозоридаги тебранишлар (беқарорлик – Volatility) *валюта хатари* (риск)ни юзага келтиради. Бу валюта курсидаги номақбул ўзгаришнинг хатари бўлиб, сотиб олаётган, сотаётган, қарз олаётган ёки

кредит бераётган ҳар қандай шахснинг кутаётган маблағлари (даромадларини) камайтириши ёки кутилаётган сарф-харажатларини кўпайтириши мумкин бўлган валюта курсидаги кўнгилсиз ўзгаришлар хатаридир. Экспозиция, яъни компаниянинг валюта хатарига чалиниши кўлами унинг валюталардан ҳар биридаги даромадлари, сарфлари, қарз ва кредитлари ҳажмига боғлиқ.

Давлат валюта сиёсатининг мақсади – миллий валюта курсини барқарорлаштиришдан иборат. Валютанинг барқарорлиги валюта хатарини пасайтиради ёки бартараф этади ва халқаро савдо-сотикнинг давом этиши учун шарт - шароит яратади.

Валюта курслари режими. Валюта курсларининг тебраниши, яъни ўзагравчанлиги, валюта чайқовчиларига валюта савдосидан фойда олиш учун шарт-шароит яратиб бериши мумкин. Аммо халқаро миқёсда савдо ва инвестициялаш билан шуғулланувчи компаниялар, алмашув курсининг турғун эмаслиги валюта курсининг номақбул ўзгаришлари ёки валюта экспозициясини хеджирлашдаги харажатлар натижасида зарар кўриш хатари оқибатида фаолликни пасайтириши мумкин.

Агар давлатлар:

– умумий стандартга, мисол учун олтинга ёки АҚШ долларига қарши миллий валюта курсини чеклашга ва унинг ўзгаришларидан сақланишга (чекланган алмаштириш курси режими) уринсалар;

– валюта бозоридаги талаб ва таклиф ҳажмларига мувофиқ равишда алмаштириш курсининг эркин тебранишига (сузувчи алмаштириш курси режими), баъзан эса марказий банкларнинг миллий валюта курсига таъсир этиш истагидаги валюта интервенцияларига ижозат берсалар;

– тебранишлар (ўзгарувчанлик) миқдорини чекловчи валюта курси ва фоиз ставкаларининг расмий тизимини яратиш билан валюта курсини турғунлаштиришга (бошқариладиган курслар тизими, масалан евровалюта жорий этилгунга қадар мавжуд бўлган Европа валюта тизимининг ERM алмаштириш курси механизми) ҳаракат қилсалар, бу ҳолларда валюта бозори ўз таракқиётида айрим босқичлардан ўтади.

1.3. Валюта бозори тарихи

Олтин стандарти. 1914 йилга қадар давлатларнинг банкнотлари ҳукумат ихтиёридаги олтинни ифодалаган. Мисол учун инглиз фунт стерлинги муайян олтин миқдorigа боғланган бўлиб, Англия банки зарурият туғилганда уни тўлаш мажбуриятини олган. Бошқа мамлакатларда ҳам олтин стандарти қабул қилинган эди, уларнинг валюталари қиймати, умумқабул қилинган стандарт – олтин билан белгилаб қўйилган. Ҳар бир мамлакатда пуллар таклифи ва ҳукумат харажатлари давлатнинг расмий захираларидага олтин миқдори билан чекланган. Бу даврда олтин валюталарнинг ривожланиши учун рағбат омили бўлиб хизмат қилган.

Олтин стандарти, 1914 йилда биринчи жаҳон уруши бошланиши билан барҳам топди, чунки бу вақтда ҳукуматлар ўз заҳираларида мавжуд бўлган олтин миқдоридан кўра кўпроқ ҳарбий харажатлар қилишга мажбур бўлган. Уруш тугаганидан сўнг фақат АҚШгина олтин стандартга қайтишга умид боғлаши мумкин эди. 30-йиллардаги жаҳон иқтисодий танглиги бу тизимнинг узил-кесил якуни бўлди. Иккинчи жаҳон урушининг охирига бориб (1939-1945) саъй-ҳаракатлар жаҳон иқтисодиётини тиклашга йўналтирилди. АҚШ дунёдаги иқтисодий жиҳатдан энг кучли мамлакат сифатида етакчилик қилди.

1944-йилда АҚШнинг Нью-Хемпшир штатида имзоланган Бреттон-Вудс келишуви, халқаро иқтисодий ҳамкорликнинг самараси бўлди. У ерда қатъийлаштирилган курс режимига қайтишга имкон берувчи битимга эришилди. Бу битимнинг шартларига қуйидагилар киритилган:

– АҚШ доллари олтинга нисбатан қатъийлаштириб қўйилди (бир троя унция олтин 35 доллар миқдоридан белгиланди) ва АҚШ ҳукумати олтинни долларга айрибошлаш, сотиб олиш ва сотишга рухсат берди;

– битимга аъзо ҳар бир мамлакат ўз валютаси қийматини АҚШ долларига ва олтинга нисбатан паритетини белгилаб, алмашув курсини унинг + 1% паритетида ушлаб туриш учун марказий банклар интервенциядан фойдаланиш мажбуриятини олди.

Ҳақиқатда эса жаҳон иқтисодиёти, асосий заҳира валютаси (бошқа мамлакатларнинг расмий заҳираларида сақланувчи валюта), шунингдек жаҳон савдо-сининг асосий валютаси бўлган АҚШ долларига асосланган олтин стандартига қайтди.

Бошқа мамлакатларнинг ҳукуматлари АҚШ долларини расмий заҳираларида сақлаб, зарурат туғилганда АҚШ ҳукуматининг розилиги билан, долларнинг қатъий курси бўйича, бир троя унияциясига 35 доллар ҳисобида олтинга алмаштиришга имконият яратилган эди.

Вақт-вақти билан асосий валютанинг алмаштириш курси АҚШ долларига нисбатан, шу тарзда савдо-сотик қилинадиган бошқа валюталарга нисбатан ҳам девальвацияланиши (қиймати туширилиши) ёки ревальвацияланиши (қиймати оширилиши) лозим эди. Шунга қарамасдан Бреттон-Вудс тизими, фақат 60 йилларнинг охириларигача амал қила олди.

70-йилларнинг бошларида АҚШнинг Вьетнамдаги уруш ва ҳарбий тадқиқотларига сарфланган харажатлари, дунё бозорларидаги баҳоларнинг тўсатдан кўтарилиб кетиши, ўсиб бораётган савдо ва бюджет дефицити (каммади) Бреттон-Вудс тизимининг буткул парчаланишга олиб келди. 1971 йилда АҚШ ҳукумати АҚШ долларини олтинга конвертациялашни тўхтатиб қўйди. Шундан кейин дунёнинг кўплаб валюталарининг эркин тебранишига руҳсат берилди. .

1971 йилдан кейин долларнинг кўпгина етакчи валюталарга нисбатан қадрсизланиш жараёни бошлади. Марказий банклар заҳирадаги долларнинг бир қисмини сотишга ва уларни мустаҳкам валюталарга, хусусан немис маркасига ва япон йенасига алмаштиришга мажбур бўлдилар.

1.4. Евродолларлар бозорининг ривожланиши

Халқаро савдо-сотик ҳажмларининг жадал ўсиши, 70 йилларнинг бошларидан савдо битимлари бўйича тўлов воситаси сифатида хорижий валюталарга бўлган талабнинг табиий равишда ошишига олиб келди. Валюта савдосининг ривожланиши, евродолларлар (евровалюта) бозорини, яъни валюталарнинг улар келиб чиққан мамлакатидан ташқарида қарз олиш ва кредит олиш бозори тараққий этиши билан тезлашиб кетди. Евровалютанинг келиб чиқиши, мамлакатидан ташқаридаги банкда жойлашган (депозитланган) пулларни ўзида ифодалаган.

Мисол учун, евродоллар – бу АҚШ доллари бўлиб, эгаси томонидан Америкадаги банк депозитидан АҚШдан ташқаридаги банк ҳисобварағига ўтказилган. Бу депозитлар бошқа миқдорларни кредитлаш учун банкларга тақдим этилиб, евродолларлар бозорини фаоллаштиради.

Евровалюта депозитининг асосий хусусияти шундан иборат эдики, депозитни олувчи банк валюта келиб чиққан мамлакатдан ташқарида резидент бўлиши лозим. Масалан, Лондон банкидаги доллар депозити

зити - бу депозитнинг эгаси қайси мамлакат резиден-ти бўлишидан қатъий назар, евродоллар ҳисобланади.

50-йилларнинг охирига қадар АҚШ ташқари-сидаги банклар ҳисобварағидаги АҚШ долларлари, кўпроқ репатриацияланган (яъни, мамлакатга қай-тарилган), чунки банклар бундай депозитларни олгач, уларни АҚШ пул бозорларида қайтадан сармоя сифатида қўйган (реинвестиция). Бирок, 50 - йилларнинг охиридан бошлаб, доллар асосий хал-қаро савдо-сотик валютаси сифатида стерлинг мав-қеини сиқиб чиқаргач, норезидентлар томонидан Америка долларларига бўлган талаб кескин ўсди. Доллар депозитлари Европада европалик қарз олув-чилар томонидан қайта қарзга берилма бошлади, бу эса евродоллар бозорининг тез тараккий этишига за-мин яратди. Евродоллар таклифи 50-йиллар охири, 60-йиллар бошларида АҚШ савдо баланси камома-дининг ўсиши билан ошди, бу эса АҚШ норези-дентлари қўлига долларлар оқими келишини таъмин-лади. Евробозорларнинг ўсиши 1960- йилларда, хусусан, АҚШда ички банк чекловлари билан тез-лашди ва қуйидаги жараёнлар авж олди:

– АҚШда қарз олишга имконсиз бўлган америка корпорацияларининг европа филиалларида евро-долларга бўлган талабни ўсиши;

– доллар депозитлари ички бозорига караганда, евродолларнинг юқори фоиз ставкалари, Америка банклари, долларларини евробозорларга жойлаш-тириш учун европа филиалларидан фойдаланган, шу

зайлда АҚШнинг чекловчи ички банк қонунларини четлаб ўтилган.

Гарчи, АҚШ қонунчилигидаги чекловлар 70-йилларнинг бошига келиб бир қадар бўшаштирилган бўлса-да, евродоллар бозори бу вақтга келиб курашда омон қолишга ва ҳатто АҚШ ички бозорларида рақобатлашиш даражасига етиб борди. 70-йилларда евродоллар бозори, нефт ишлаб чиқарувчи мамлакатларнинг «нефт долларлари»ни қайта муомалага киритишда ҳал қилувчи ролни ўйнади. Чекланган доллар қарзлари, ўша даврда нефт нархининг кескин кўтарилиши оқибатида тўлов баланси камомадидан жабр кўрган мамлакатларга тақдим этилган. Гарчи евробозорлар авваламбор евродоллардан бошлаб, евродоллар кўпроқ қўлланилган валюта бўлиб қолаётганига қарамай, бошқа евровалюталар (евройена, евростерлинг, евромарка ва бошқалар) учун ҳам бозорлар мавжуд эди.

1.5. Евробозорлар ва FX-бозорлар

Евробозорлар валюта қарзлари ва кредитлари учун мавжуд бўлса, FX – бозор эса уларни сотиш ва сотиб олиш учун тузилгандир. Шу борада бу икки бозор орасида яқин алоқа мавжуд:

– «спот» алмаштириш курслари ва «форвард» курси ўртасидаги фарқ, евробозордаги валюталарнинг фоиз ставкалари ўртасидаги фарқдан келиб чиқиб ҳисобланади;

– форекс бозорида евровалютадаги қарз ва форвард «своп»и ўртасида кичик фарқ мавжуд.

Бу муҳим жиҳат кейинги бўлимларда муфассал кўриб чиқилади.

1.6. Европа валюта тизими

Европа валюта тизими (ЕВТ)га 1979 йилда, Европа ҳамжамияти мамлакатлари томонидан, қуйидаги мақсадларда асос солинди:

а) аъзо мамлакатлар валюталари ўртасида алмашув курсларини барқарорлаштириш, бунинг учун жамoa валютаси курслари механизми ишлаб чиқилди;

б) барча аъзо мамлакатлар ҳукуматларини муваффақиятли ривожланган давлатларда (хусусан Германияда) юритилаётган иқтисодий сиёсатга ўхшаш сиёсатни ўтказишга ундаб, қисқа муддатда Европанинг иқтисодий бирлашувига кўмак бериш;

с) узок муддатли даврда Европа иқтисодий иттифоқини ва ягона валютага асосланган (1995 йилда «евро» деб аталган) Европа валюта иттифоқини тараккий топтириш.

Ушбу мақсадлар 1991 йилда Маастрихт битимида аниқлаштирилди:

– Европа валюта иттифоқи бутун ҳудудда ягона валюта сиёсатини талаб этувчи ягона валюта зонаси сифатида таърифланди;

– Европа иқтисодий иттифоқи турли иттифок минтақалари сиёсатини бир қадар мувофиқлаштириш билан савдо чекловларисиз умумий бозор сифатида таърифланди.

Европа валюта иттифоқи ўз негизида икки асосий жиҳатга эга:

1 – умумий валюта. Аъзо мамлакатларнинг миллий валюталари, 1999 йил 1 январда жорий этилган умумий валюта – евро билан 2002 йилда тўлик алмаштирилиши лозим;

2 – умумий валюта эмиссияси билан шуғулланувчи Европа Марказий Банки, барча Европа банкларига охириги инстанция кредитори ҳисобланади ва марказлашган пул-кредит ва валюта сиёсатини юритади.

II ҚИСМ. БОЗОР ТРАНСФОРМАЦИЯСИ ЖАРАЁНИДА ВАЛЮТА РИСКЛАРИНИ БОШҚАРИШ МУАММОЛАРИ

2.1. Валюта бозорида дилинг операцияларининг моҳияти ва халқаро валюта бозорини ривожланиши

Валюта савдоси – бир валютани бошқасига алмаштиришини назарда тутсак, унинг бошланиши қадимда савдогарлар ўртасида турли мамлакат тангаларини алмаштириш жараёни билан боғлаш мумкин. Дастлабки танга пулларнинг пайдо бўлганига 4500 йилдан ошган бўлса, илк метал пулларнинг пайдо бўлиши қадимги мисрликларда зарбдорлик, қадимги бобилликларда эса қарз мажбуриятлари ва тилхатларни чиқарилишига асосланади.

Валюта бозорлари илк бор Ўрта Шарқда пайдо бўлган ва тангаларни алмаштиришдан бошланган. Кейинчалик, ўрта асрларда халқаро савдонинг ривожланиши, сайёҳлик кўлами ва жараёнининг ортишига муомалада танга пуллар ноқулайликларни келтириб чиқарди. Қарокчилар танлончилигига учраш хавфи, ҳамда тангаларнинг оғир вазни Форекснинг (инглизча – FOREX, Foreign Exchange сўзларнинг қисқармаси бўлиб, хорижий активларни алмаштириш бозори, яъни валюта бозори) пайдо бўлишига сабаб бўлди, натижада, тижорат банклари вексел қоғозлари муомаласини кенгайтириб борди. Ушбу қоғозлар учинчи томонга сотилиши мумкин бўлиб савдо

ҳажмлари ва валюта битимлари мосланувчанлигининг ортишини таъминлади.

Мазмунан Форекс валюта бозорини англатсада, амалиётда Форекс сўзи курсларнинг ўзгариши натижасида олди-сотди операциялардан фойда олиш имкони жорий этиладиган бозор тушунилади.

Валюта бозорида олди-сотди операцияларни амалга ошириш турли хил номланиб, трейдинг (trading), арбитраж (arbitrage), спекуляция (speculation), дилинг (dealing) каби атамаларни учратиш мумкин. Мохиятан бу сўзларнинг барчаси валюталарни айирбошлаш билан боғлиқ жараёнларни англатсада, улар мақсади, ҳамда бажарадиган вазифаларига кўра турли хил номланади.

Валюта бозорида трейдингни амалга оширувчи иштирокчиларни трейдерлар деб номланади. Трейдинг, инглизча савдо қилишни англатади. Валюта бозорида валюталар савдосини олиб борувчи ҳар қандай профессионал иштирокчи, трейдер ҳисобланади. Уларга брокерлар, дилерлар, банклар, хусусий савдо олиб борувчи юридик ва жисмоний шахслар киради.

Валюта бозоридаги арбитраж деганда бир активнинг турли кийматдаги курсларини шаклланишидан фойда олиш имкониятининг юзага келиши тушунилади. Молия бозоридаги арбитраж тушунчаси ҳуқуқшунослик фанларидаги арбитраждан тубдан фарқ қилади. Молия бозорларида арбитраж операцияни бажариш учун юзага келадиган ҳолат арбитраж ҳолати деб номланади. Арбитраж ҳолат вақт орқа-

лигида ёки маконли бўлиши мумкин. Вақт оралигидаги бир активнинг, вақт ўтиши билан бошқа қийматга эга бўлиши вақт оралигида арбитраж ҳолатни юзага келтиради. Турли мамлакатларда бир хилдаги активнинг турли қийматларга эга бўлиши маконли арбитраж учун шароит яратади.

Арбитраж ҳолатнинг юзага келиши спекуляция учун шароит яратади. Спекуляция бир активнинг арзон нархда олиш ва қимматга сотишда акс этади. Собиқ Иттифоқ ва социалистик тузумда спекуляция салбий фаолият сифатида қаралган, баъзан жиноий жавобгарликка ҳам тортилган. Бозор иктисодиётида нархнинг эркин белгиланиши шароитида, спекуляция бозор ликвидлигини таъминлашнинг зарурий шартига айланган. Шу ўринда валюта бозорининг икки категориядаги иштирокчиларини ажратиб ўтиш мумкин: хеджирлар ва спекулянтлар. Хеджирлар молиявий актив нархини ўзгариши натижасида юзага келадиган рисклардан ҳимояланувчилар бўлса, спекулянтлар айнан шу рискка асосланган ҳолда фойда олишга интиладиган иштирокчилар ҳисобланади.

Диллинг инглизча dealing, яъни битим тузиш маъносини англатиб, молия бозорларида маълум актив олди-сотдиси билан боғлиқ битимларни амалга оширишда қўлланилади. Диллинг банклараро пул бозори, хорижий валюта бозори ва фонд бозорида битим тузишга нисбатан айтилсада, ушбу атаманинг қўлланилишида асосан валюта бозоридаги операциялар тушунилади.

О.Э. Лаврушин фикрича, «Тижорат банкларида дилинг «банк юзи» бўлиб, у пул ва молия бозорларида банк вакили ҳисобланади». Бу билан муаллиф дилингни тижорат банкининг тузилмавий бўлими сифатида тавсифлайди. Ушбу фикрни муаллиф дилингнинг яна бир жиҳатини ажратишда таъкидлайди ва «Одатда дилинг ёки банк газначилиги банклараро кредитларни жалб қилиши ва тақдим этиш бўйича операциялар, хорижий валютанинг олди-сотдиси бўйича операциялар, кимматли қоғозлар олди-сотдиси бўйича операцияларни амалга оширади» дейди¹.

В.С. Сафонов дилингни курсларнинг тебранишидан фойда олиш имконини берадиган спекулятив фаолият деб таърифлайди ва «Дилинг – бу юзага келадиган барча риск ва оқибатлар билан бирга спекулятив ўйиндир» дейди². Валюта дилингини муаллиф жаҳон валюта бозорида амалга ошириладиган хорижий валюта олди-сотдиси бўйича операциялар сифатида тавсифлайди.

О.Ю. Рашидов ва Ш.Ш. Якубова валюта дилингини куйидагича таърифлаганлар «Валюта дилинги – бозор иктисодиётининг таркибий қисми ва энг мураккаб жараёнларидан бири»³. Муаллиф дилинг

¹ Управление деятельностью коммерческого банка (банковский менеджмент) / Под ред. д.э.н., проф. О.И.Лаврушина. – М.: Юристъ, 2002. –С. 561-565.

² Сафонов В.С. Валютный дилинг. Как можно зарабатывать деньги честно и самостоятельно (Практическое пособие для начинающих). – М.: Издательство АО «Консалтбанкир», 1999. –С. 17

³ Рашидов О.Ю., Якубова Ш.Ш. Валюта дилинги назарияси ва амалиёти. – Т.: ТДИУ, 2007 й., -13-б.

жараёнини банклараро кредит-депозит, конверсион операцияларни маълум стратегиялар асосида ташкил этиш сифатида тавсифлаган.

Бизнинг фикримизча, валюта дилинги бу ўз маблағлари ва миқдор топширигига кўра бир валютани бошқасига алмаштириш бўйича турли ҳилдаги валюта битимларини тузиш билан боғлиқ тадбиркорлик фаолиятидир.

Ҳозирги кунда Ўзбекистонда ҳам халқаро молия бозорларидаги валюта дилингида иштирок этиш имкониятлари мавжуд. Халқаро валюта бозоридаги кўпгина молиявий воситалар катта ҳамждаги сармояни талаб этмагани сабабли, диллинг нафакат юридик шахслар, балки индивидуал тарзда битим тузиш истаги бўлган жисмоний шахслар томонидан олиб борилиши мумкин. Валюта бозорларидаги операцияларга тўғри ёндашиш орқали улар катта фойда олишлари мумкин бўлади. Лекин бу фойда олиш учун дилер ўз фаолиятида қарор қабул қилиш ва бозордаги таҳлилнинг замонавий илғор воситалар таъминотига эга бўлиши лозим. Акс ҳолда у келаятган маълумотлар оқими билан ишлай олмайди, натижада молиявий воситалар тўғрисида тасаввурни йўқотади, нотўғри қарорларни қабул қила бошлайди ва охир оқибат валюта бозоридан чиқиб кетишга мажбур бўлади.

Халқаро валюта бозори, ҳар қандай бошқа бозорлар каби, яхлит ва мураккаб тизимларга хос бўлган умумий қонуният ва хусусиятларга эга. Молия

бозорларида самарали ва муваффақиятли фаолият учун нархларнинг, хусусан валюта бозорида алмашув курслари ҳаракатини олдиндан билиш зарур.

Шундан келиб чиқиб, валюта дилингининг асосий мақсади, бозорда муваффақиятли фаолият олиб бориш учун мавжуд ахборотлар асосида аниқ хулосаларни шакллантира олишдан иборат бўлади. Халқаро валюта бозори шаклланишишининг илк босқичларида ушбу хулосаларнинг аниқлиги, биринчи навбатда бозор иштирокчисини хусусий малакасига асосланган ва бу жараёнда қарорлар унинг тахминларидан келиб чиққан. Валюта бозорида қарор қабул қилишнинг бундай ёндашуви дилерни тезкор таъсирчанлик ва қарорни аниқ қабул қила олиш қобилиятига боғлиқ бўлади.

Валюта бозоридаги дилингни бундай тактикаси ҳар доим ҳам кутилган натижани бермаган, валюта дилинги эса қимор ўйини сифатида қаралиб, тадбиркорлик фаолияти сифатида акс этмаган. Бозорнинг ривожланиши билан ушбу ҳолат сезиларли ўзгарди. Ҳозирда молиявий таҳлил борасида махсус воситалар тизимидан фойдаланиш, қарор қабул қилиш жараёнида ахборотларни қайта ишлашнинг асосий шаклига айланган. Ҳозирги кунда валюта дилерининг фаолият самарадорлиги, фойдаланадиган таҳлил усуллари ва қўллайдиган дастур таъминотига боғлиқ бўлади.

Халқаро муносабатларнинг ривожланиши билан валюталарни айирбошлаш операциялари шакли ўзгариб, такомиллашган ва аниқ кўринишларга эга

бўлиб борди. Валюта бозорини ишлаш механизмида юз берган кескин ўзгариш XX асрнинг 70-йилларида содир бўлди ва бу ўзгаришлар қатъий белгиланган курс режимини бекор қилиши ва аксарият мамлакатлар валюталарига нисбатан эркин тебраниш жорий этилишида ўз аксини топди. Айнан шу ўзгариш бозорнинг замонавий ҳолати шаклланишига туртки бўлди.

Валюта курсининг тебранишига белгиланган чекловни бекор қилиниши, валюталар курси ўзгаришини эркин тизими амал қилган шароитда, фойда олишга асосланган янги турдаги тадбиркорлик шаклини пайдо бўлишига хизмат қилди. Бунда курснинг ўзгариши турли хилдаги бозор шартларига асосланиб, талаб ва таклиф таъсирида бошқариладиган бўлди.

Шундан бошлаб, ушбу бозордаги иштирокчилар сонини ортишидан ташқари, уларнинг фаолиятига сифат жиҳатдан янгича ёндашув шаклланиб борди. Молия бозорининг энг мосланувчан сегменти бўлган Форекс, энг қизиқарли илмий-техник ютуқларни кузатиш ва уларни амалиётга жорий этиш натижасида, юкори сифатли техник таъминот ва маълумотларни таҳлил қилиш усулларига эга бўлди.

Интернетнинг пайдо бўлиши, Форекснинг кескин ривожланишига таъсир этган асосий омил сифатида қаралади. Форекс мутахассислари мавжуд имкониятларни ва тадбиркорлик рентабеллигини, бутун жаҳон компьютер тармоғини қўллаш орқали бир неча

баробар оширишга эришдилар. Жаҳонни қамраган тармоқ орқали, аввал бажариб бўлмайдиган битимларни тузиш имкони пайдо бўлди. Ҳозирги кунда Интернет трейдерларга валюта билан дунёнинг турли чеккаларида исталган вақтда савдо қилиш имконини яратиб берган.

Ўтган асрни Форексда юз берган нобарқарор ўзгаришлар билан бирга нисбатан барқарор даврлар сифатида тавсифлаш мумкин. Форексда асосан тижорат банклари иштирок этган бўлиб, спекулятив операцияларга нисбатан муносабат ҳар доим ҳам ижобий бўлмаган. Пуллар билан спекулятив операцияларни ўтказиш, тубанлик ва соғлом тадбиркорликка зид фаолият сифатида қаралган.

Хусусан, 1993 йилда айнан шундай операцияларнинг амалга оширилиши, Европа валюта курслари механизмнинг инқирозга учрашига олиб келди. 1990-йилларда Германиянинг валюта илони механизмига қўшилиши натижасида, мамлакатнинг бюджет дефицити ортди ва юзага келган инфляция суръатларини жиловлаш мақсадида, давлат пул-кредит сиёсатини қатъийлаштириш учун фоиз ставкасини кўтарди. АҚШ долларининг кадрсизланиши ва Германия маркаси бўйича фоизларнинг ортшидан ҳаракатга келган капитал оқими марка қадрини ошириб юборди. Европа валюта тизимида Германия маркаси етакчи валюта бўлгани учун унга боғланган бошқа валюталарнинг номинал қадри кўтарилиши содир бўлди. Натижада Британия фунт

стерлинги АКШ долларига нисбатан, 1990 йил апрелдаги 1,6455 кийматдан, августдаги 1,8625 кийматгача кўтарилди. Шу йилнинг ноябрида эса фунтни долларга нисбати 1,9305 ташкил этди ва апрелдаги кўрсаткичга нисбатан 2850 пунктга кўтарилди (5-расм). Валюта бозорида номинал ва реал кийматлар ўртасида юзага келган арбитраж ҳолат спекулятив операцияларни сезиларли ортишига олиб келди.⁴

Бундай спекулятив ҳужумларнинг уюштирилиши Европа валюталарининг кетма-кет қадрсизланишини юзага келтирди. Пировардида Европа валюта илонига кўшилган фунт стерлинг ва Италия лираси, валюта курсини уюшган ҳолда тартибга солишнинг мазкур механизмдан чиқиб кетишга мажбур бўлди.

Валюта бозоридаги спекулятив операциялар, бозорнинг эркин ҳолатида ривожланиб, бозор ликвидлигини таъминлайди. Бундай операцияларнинг ривожланиши, XX асрнинг 70-йилларидан кузатилади, улар аввал ҳам амалга оширилган. Жумладан биринчи жаҳон урушидан сўнг валюталарнинг нобарқарорлиги ва курси режимининг эркин бўлиши, турли йўналишларда арбитраж ҳолатларини юзага келтирган. Рискларнинг олдини олиш мақсадида бозор иштирокчилари форвард битимларини қўллай бошлаган. Аммо, 1931 йилдаги буюк депрессия, олтинга боғланган валюталарнинг қадрсизланиши,

⁴ Т.С.Расулов. Халқаро валюта муносабатлари назарияси. – Тошкент. «Молия», 2008. –Б. 106-107.

муомалада олтин ишгирокини кенгайиши ва валюта битимларини қисқаришига олиб келди.

Жаҳон валюта тизими эволюциясида 1970-йилдан бошлаб, олтиннинг халқаро айирбошлаш воситаси сифатида функцияси расман тўхтатилди. Бу эса валюталар қийматини чексиз тебранишлари учун замин яратди.

1-жадвал

**Форекснинг савдо сессиялари
ва уларнинг ишлаш вақти
(Гринвич меридиани вақти – GMT бўйича)⁵**

Минтақа	Шаҳар	Очилиш вақти	Ёпилиш вақти
Осиё	Токио	03:00	11:00-12:00
	Гонконг	04:00	12:00-13:00
	Сингапур	04:00	12:00-13:00
Европа	Франкфурт	09:00	17:00-18:00
	Лондон	10:00	18:00-20:00
Америка	Нью-Йорк	16:00	23:00-24:00
	Чикаго	17:00	00:00-01:00
Океания	Веллингтон	00:00	08:00-09:00
	Сидней	01:00	09:00-10:00

⁵ Валютный и денежный рынок. Курс для начинающих (Серия «Reuters для финансистов»)/ Пер. с англ. – М.: Альпина Паблшер, 2002. – С. 21

Ҳозирги кунда жаҳон валюта бозорлари суткасига 24-соат фаолият юритиб, савдо ўтаказиладиган бозор дунё бўйлаб ҳаракат килади. Дунёнинг барча молия марказларидаги (Лондон, Франкфурт, Нью-Йорк, Токио, Гонконг, Сидней) дилерлар ҳар қандай бозор иштирокчисининг истагини қисқа вақт ичида кондиршиш имконига эга. Шунингдек валюта бозорида жуда катта ҳажмлардаги маблағларнинг ҳаракати, турли хилдаги битимларни тузилишида бозор ликвидлилигини таъминлайди. Халқаро валюта бозорини, худудий савдо сессияларига ажратиш амалиёти қабул қилинган бўлиб, улардаги операциялар ҳажмининг асосий қисми: Осиё, Европа, Америка ва Океания минтақаларига тўғри келади.

1. Осиё сессияси. Ушбу бозорда АҚШ долларини Япония йенасига, АҚШ долларини еврога, еврони йенага ва долларни Австралия долларига нисбатан айирбошлаш операциялари, битимларнинг аксариятини ташкил этади. Одатда ушбу сессия иш фаолиятида валюталар курсининг тебраниш даражаси сезиларсиз бўлиб, айрим кунларда валюталар, хусусан долларни йенага нисбатан тебраниши содир бўлади. Бу эса кўпинча Япония Марказий банки валюта интервенциясини ўтказган кунларга тўғри келади.

2. Европа сессияси. Европа молия марказларидаги (Цюрих, Франкфурт, Париж, Люксембург) хорижий валюталар савдоси, GMT бўйича соат 9:00 очилади. Долларни халқаро бозорларда бошқа асосий валюталарга нисбатан курсининг кескин

тебраниши, айнан Лондон бозорининг очилиши билан бошланади. Бу эса одатда икки-уч соат давом этиб, Европа банклари дилерлари ланчга кетганларидан сўнг бозор маълум даражада тинчланади.

3. Америка сессиялари. Бозордаги вазият GMT бўйича соат 16:00 да очилиши ва Америка банкларининг дилерлари иш кунини бошлаши билан яна жонланади, бу вақтда Европа банклари дилерлари ҳам тушликдан қайтишади. Европа ва Америка банкларининг кудрати тахминан тенг бўлганлиги сабабли, валюта курслари ҳаракати одатдаги Европа тебранишлар доирасидан ортмайди. Шундай бўлсада, валюта дилерлари курснинг келгуси ҳаракат йўналишини аниқлаш учун, айнан Нью Йорк бозорининг очилишини кутишади (айниқса Европа бозорлари сустлашганида). Лекин Европа банкларида иш кунининг ёпилиши билан (тахминан GMT бўйича 17:00) қизиққон Америка банклари, бозордаги тор савдоларда танҳо қолишлари билан доллар курсини бошқа валюталарга нисбатан кескин тарзда қутмаган йўналишда ўзгартириб юборишлари мумкин.

4. Океания сессияси. Ушбу сессия Форекс тарихида энг тинч бозор ҳисобланади.

Ушбу бозор валюта операциялари ҳажми бўйича энг йирик бозор бўлиб, Лондон бозори ҳисобланади. (2-жадвал)

Жадвал маълумотларидан минтақалар ўртасида валюта операцияларининг асосий ҳажми Европа сессиялари, хусусан Буюк Британияга тўғри келади.

2010 йил апрел ҳолатига Халқаро валюта бозорининг минтақа, асосий мамлакатлар ва иштирокчилар бўйича тақсимланиши (ўртача кунлик айланма, млн. АҚШ доллари)⁶

	Жами	Маҳаллий дилерлар	Халқаро дилерлар	Бошқа иштирокчилар
Осиё	974 408	111 479	535 953	326 976
Япония	312 326	25 063	163 998	123 265
Гонконг	237 542	19 785	160 049	57 709
Сингапур	265 899	13 030	161 046	91 824
Европа	2 857741	259 792	1 181 800	1 416 150
Германия	108 598	7 142	58 985	42 471
Буюк Британия	1853 594	211 741	597 232	1 044 621
Америка	1 008737	71 659	329 126	578 441
АҚШ	904 357	58 926	283 301	562 130
Океания	200 806	26 812	94 154	79 840
Янги Зеландия	8 754	706	2 557	5 491
Австралия	192 052	26 106	91 598	74 349
бошқалар	14 375	2 717	9 994	1 663

Таҳлил натижалари, бозордаги операцияларнинг аксарияти асосан ташқи дилерлар томонидан ўтказилишини таъкидлайди. Жумладан, Океания минта-

⁶ Triennial Central Bank Survey Foreign exchange and derivatives market activity in 2007. -Basel, Switzerland: BIS, 2010. – 151 p.

қасидан бошқа барча сессияларда халқаро дилерларнинг иштироки маҳаллий дилерга нисбатан қарийб беш баробар кўпни ташкил этади. Океания сессияларида эса бу фарқ икки баробар ортиқ, жумладан, Янги Зеландияда бу фарқ энг юқори бўлиб етти мартадан ортиқ. Ушбу молия марказларида халқаро дилерлар иштирокининг устун бўлиши мазкур мамлакатлар банк қонунчилиги эркинлиги билан асосланади.

3-жадвал

**Форекс операцияларида валюталарнинг улуши
(қундалик ўртача айланманинг икки баробарига
нисбатан фоизларда)⁷**

	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010
USD	90	82	83	87,3	90,4	88,7	86,3	84,9
Еuro					37,6	36,9	37	39,1
DEM	27	40	37	30,1				-
FRF	2	4	8	5,1				-
JPY	27	23	24	20,2	22,7	20,2	16,5	19,0
GBP	15	14	10	11	13,2	16,9	15	12,9
CHF	10	9	7	7,1	6,1	6	6,8	6,4
CAD	1	3	3	3,6	4,5	4,2	4,2	5,3
AUD	2	2	3	3,1	4,2	5,9	6,7	7,6
ECU & EMS	4	12	15	17,3				-
HKD		1,1	0,9	1,3	2,3	1,9	2,8	2,4
SGD		0,3	0,3	1,2	1,1	1	1,2	1,4
Бошқа валюталар	22	9,6	8,8	12,7	17,9	18,3	23,5	21,0
Жами	200	200	200	200	200	200	200	200

Лондон бозори жаҳон молия тизимида асосий марказ бўлиб келган. Биринчи жаҳон урушигача фунт стерлинг биринчи жаҳон валютаси ҳисобланган.

⁷ Triennial Central Bank Survey Foreign exchange and derivatives market activity in 2007. -Basel. Switzerland: BIS, 2010. – 151 p.

Иккинчи жаҳон урушидан сўнг АҚШ мавқеининг ортиши, фунт стерлингни иккинчи даражадаги захира валюта бўлишига ва жаҳон молия маркази Лондондан Нью Йоркка кўчиб ўтишига сабаб бўлди. Шундай бўлсада, Лондон бозоридаги операциялар ҳажми, молия операцияларининг сезиларли улушини ташкил этган. 1995 – 1998 йиллар оралиғида Лондон бозорида (евро киритилгунга қадар) Европа континентал бозорларининг ўтиши натижасида валюта операцияларининг кескин ортиши юз берди. (3-жадвал)

3-жадвал маълумотларидан, 2001 йилгача бўлган даврда дунёнинг асосий валютаси бўлган АҚШ долларининг ҳажми сезиларли камайиб, Европада Германия маркасининг иштироки кенгайиб борганини кўришимиз мумкин. Евронинг жорий этилиши, АҚШ доллари ва фунт стерлинг улушини ортишига олиб келган.

Евронинг киритилиши, Европа валюта тизими ичидаги трейдерларга талабнинг йўқолишига, халқаро валюта бозорлари дилинг бўлимлари таркибидаги қисқартиришларга сабаб бўлди. Бундан ташқари пул бозорларида фаолият юритаётган аксарият банклар, континентал Европадаги бўлимларини ёпиб, Лондонда жойлашдилар. Маълум вақт ўтгач, тубдан ўзгаришларга учраган бозор аста-секин ўзига кела бошлади. 1999 йилнинг баҳоридан сўнг бозор иштирокчилари евро савдоларига кўникишгач, операциялар аввалги ҳажмларда бўлмасдан балки кўпайиши содир бўлди (4-жадвал).

**Халқаро валюта бозоридаги операциялар
ва савдо жуфтликлари (жами кунлик ўртача
айланмага нисбатан фоизларда)⁸**

		Жами	Банклар билан	Нобанк молиявий муассасалар билан	Номолиявий муассасалари билан
1995	млрд. USD	1137	728	227	182
	%	100	64	20	16
1998	млрд. USD	1430	908	279	242
	%	100	64	20	17
2001	млрд. USD	1173	688	329	156
	%	100	59	28	13
2004	млрд. USD	1794	956	585	252
	%	100	53	33	14
2007	млрд. USD	3081	1319	1235	527
	%	100	43	40	17
2010	млрд. USD	3730	1468	1767	496
	%	100	39	47	13

Янги шароитларда Форекс юкори суръатлардаги ривожланишини давом эттирди. 1992 йилда ўртача кунлик валюта операциялар ҳажми 784,9 млрд. АҚШ долларига тенг бўлса, 2007 йилда бу кўрсаткич 3,081

⁸ Triennial Central Bank Survey Foreign exchange and derivatives market activity in 2007. -Basel. Switzerland: BIS, 2010. – 151 p.

трн. АҚШ долларига етди. Шунингдек, 2001 йилда валюта операциялари ҳажми камайиши кузатилди. Кейинги йилларда операциялар ҳажми кескин ўсиб борди ва 2007 йилда энг юқори кўрсаткични қайд этди. 2007 йилнинг аҳамиятли жиҳати, молиявий воситачиларнинг иштироки кенгайишида акс этди. Бу асосан рискларни хеджирлаш мақсадида форвард операцияларнинг кўпайиши ҳисобига содир бўлди.

Халқаро валюта бозорининг ривожланишини ундаги айирбошланадиган валюталар миқдорига кўра баҳолаш мумкин. Жумладан, иккинчи жаҳон урушигача халқаро ҳисоб-китобларда ишлатиладиган асосий валюта фунт стерлинг бўлган. Иккинчи жаҳон урушидан 70-йилларгача бўлган даврдаги валюта операцияларида АҚШ доллари ҳукмронлик қилди. 70-йиллардан сўнг девиз сифатида бешта валютанинг эълон қилиниши, халқаро ҳисоб-китобларда тўлов воситасининг кўпайишига сабаб бўлди. Валюталарнинг халқаро савдосини ортиши ва жаҳон молия марказларининг шаклланиши валюталар сонини кўпайишига ижобий таъсир этди.

3-жадвалда жамининг 200% сифатида олиниши бир валютани ҳам сотиш ва харид операцияциясининг объекти бўлганлигига асосланади. Жадвал маълумотларидан 1989 йилда, халқаро валюта бозоридаги операцияларнинг асосий қисми 9та валютага тўғри келганини кўриш мумкин. 1998 йилга келиб уларнинг сони 11 тага етди. Евронинг киритилиши билан асосий валюталар сони яна 9та тушди. Ушбу

жадвалдаги ўзгаришлардан евронинг киритилиши, халқаро валюта бозорига қай тарзда таъсир этганини кўриш ҳам мумкин. Жумладан, Евро киритилгунга қадар АҚШ долларининг улуши пасайиб бораганини ва евро киритилганган кейин доллар улушининг кескин ошганини кўриш мумкин. Янги валютага бозор иштирокчиларининг кўникишлари ҳосил бўлгач, вазият юмшаб евронинг улуши орта бошлади.

Валюталар жуфтликларини ҳам таҳлил қиладиган бўлсак, евронинг киритилиши сезиларли ўзгаришларга олиб келганини кўриш мумкин (5-жадвал). Жадвал маълумотларининг 2001 йилдаги ўзгаришидан, евронинг киритилиши билан унга бўлган ишонч-ни шаклланмаганлиги натижасида, АҚШ долларини бошқа иккинчи даражали валюталарга нисбатан айир-бошланиши ортганини кўриш мумкин. АҚШ доллари гегемонияси тугатилганлигига қарамасдан, халқаро бозордаги дилерлар, валюта операцияларида жуфтликларни танлашда ҳамон АҚШ долларига мурожаат қилишмоқда. Ҳозирги кунда Форексдаги савдоларнинг энг катта улуши АҚШ долларини еврога нисбатан алмашинувига тўғри келади.

Форекснинг ривожланишини иштирокчилар кўлами бўйича ҳам баҳолаш мумкин. Бозорнинг асосий иштирокчиларига тижорат банклари, инвестиция банклари, марказий банклар, савдо ташкилотлари, хедж фондлари, корпорациялар, катта ҳажмда капиталга эга хусусий шахслар, индивидуал инвесторларни киритиш мумкин.

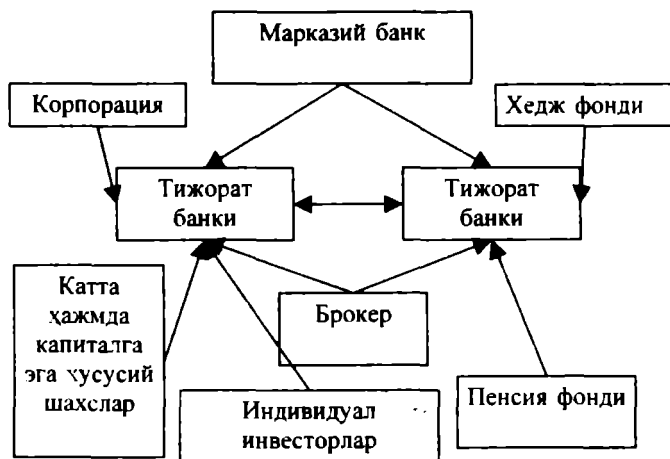
**Форексдаги дилинг операцияларида
валюталар жуфтликларини танлаш
(жамига нисбатан фоизларда)⁹**

	1992	1995	1998	2001	2004	2007
Жами	100	100	100	100	100	100
USD/EUR	-	-	-	30	28	27
USD/JPY	24,5	22,3	19	20	17	13
USD/GBP	2,4	5,3	8	10	13	12
USD/AUD	19,7	21,3	3	4	6	6
USD/CAD	9,7	6,8	3	4	4	4
USD/CHF	2,3	2,5	5	5	4	5
EUR/JPY	-	-	-	3	3	3
EUR/GBP	-	-	-	2	2	2
EUR/CHF	-	-	-	1	2	2
Бошқа валюта жуфтликлари	11,7	14	20	21	28	27

Ушбу расмда барча операциялар тижорат банклари орқали ўтишини кўриш мумкин. Валюта бозорининг иштирокчилар уч турдаги мақсадни кўзлайдилар: экспорт-импорт операциялари бўйича ҳисоб-китобларни таъминлаш учун валюталарни айирбошлаш, валюта рискинни хеджирлаш ва инвестиция фаолияти.

⁹ Triennial Central Bank Survey Foreign exchange and derivatives market activity in 2007. -Basel, Switzerland: BIS, 2007. – 151 p.

Форекс иштирокчиларининг ўзаро муносабатлари схемаси¹⁰



1-расм

Валюта бозоридаги операциялар жуда катта фойда олиш имконини беради. Валюталар савдосида иштирок этаётган валюталар ҳажми қанчалик катта бўлса, фойда олиш имкони ҳам шунча кўп бўлади. Аммо валюта савдолари капиталга кўйиладиган талаблардан ташқари, валюта битимларини тузиш ҳаражатлари ҳисобига қимматга тушиши ҳам мумкин бўлган телефон мосламасидан бошлаб, компьютер ва дастур таъминотига савдолар учун зарур таъминот тизими катта ҳаражатларни талаб

¹⁰ Муаллиф томонидан тузилган

этади. Шундай бўлсада, тижорат ва инвестиция банклари фойдани бой бермаслик мақсадида бундай ҳаражатларни амалга оширишга тайёр бўладилар.

Умуман олганда валюта бозорларининг, алоҳида индивидуал инвесторлар эътиборини жалб қилиши жуда қийин ҳисобланади. Валюталар савдоси кўпинча маъносиз кимор ўйинига ўхшатилиб, нотўғри талқин қилинади. Инвестиция ва тижорат банклари савдо компаниялари билан ҳамкорликда, хусусий инвесторлар ва спекулянтларга валюталар савдосида иштирок этиш имконини беришлари билан бу муносабат тубдан ўзгарди.

Молия бозорининг ушбу сегменти салоҳияти, ҳанузгача тўла жорий этилмаган. Персонал компьютерлар ёрдамида индивидуал инвесторларнинг Форексга таълуқли молиявий ахборотлардан фойдаланиш имконининг кенгайиши, ҳамда қиска вақтда фойда олиш имконини юзага келиши, уларнинг савдолардаги иштирокини орттириб боради.

2.2. Ривожланаётган мамлакатларни эркин сузувчи валюта курси режимига ўтишида хеджирлаш амалиётининг ўрни

Бозор муносабатларининг шаклланиши ва ривожланишининг дастлабки босқичларида, валюта бозорининг аҳамияти иқтисодийнинг очиклиги билан белгиланади. Маълумки, жаҳон иқтисодиётида глобализация жараёнлари 1990-йиллардан бошлаб, юқори суръатларда кенгая бошлади. Хусусан,

ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар молия бозорларида янги турдаги воситалар савдоси кўлами ва ҳажми кескин ортди. ХВФнинг маълумотларига кўра ривожланаётган мамлакатларнинг савдо очиклиги, ривожланган мамлакатларга нисбатан юқори бўлиб, молиявий очиклик кўрсаткичи, ривожланган мамлакатларда ривожланаётган мамлакатларга нисбатан уч баробар кўпни ташкил этади¹¹.

Ушбу ҳолат ривожланаётган мамлакатларда қатор молиявий операциялар бўйича чекловларнинг мавжудлиги, ҳамда ички ишлаб чиқаришни аҳоли эҳтиёжларини қондиришга етарли бўлмаётганлиги оқибатида импортнинг ошаётганлиги билан асосланади. Шунинг учун хорижий валюта тушумини кўпайтириш, экспортни ривожлантиришнинг энг асосий устувор йўналиши ҳисобланади.

Ривожланаётган мамлакатлар валюта бозорларининг асосий хусусияти, давлатнинг бозорга аралашувининг юқорилиги ҳисобланади. Давлат бир томондан бозорда хорижий валютани ўз эҳтиёжлари учун харид қилса ёки сотса, иккинчи томондан бозор ишлаш механизмининг умумий тамойилларини белгилаб беради. Ҳар икки ҳолат ҳам бозорнинг эркин ишлашини чеклайди.

Давлатнинг валюта бозорини тартибга солиши, алмашув валютасини танлашдан тортиб, иштирокчилар ҳуқуқий асосларини белгилашга бўлган

¹¹ Перспективы развития мировой экономики. Глобализация и инфляция. Апрель 2006 года. МВФ. – Вашингтон, 2006. - С 101

барча жараёнларни камраб олади. Бошқача қилиб айтганда, валютани тартибга солиш бозорнинг умумий қиёфасини шакллантиради ва миллий валюта бозоридаги ўйин қоидаларини белгилайди. Валюта бозорини тартибга солиш механизми, хорижий валюта манбалари ва уларни ишлатилиши, бозор иштирокчиларини савдонинг турли даражаларидаги фаолияти ва ўзаро муносабатлари, битим тузишнинг ягона қоидалари учун ҳуқуқий муносабатларни белгилаб беради.

Ривожланаётган мамлакатлар валюта бозорида инфратузилманинг етарли даражада ривожланмаганлиги сабабли, бозордаги асосий дилерлар тижорат банклари ҳисобланади. Айрим ривожланаётган мамлакатлар бозорида кенг кўламдаги иштирокчилар учрасада, валюта бозори юқори даражада концентрацияга эга. Кичик иқтисодиётга эга айрим ривожланаётган мамлакатларда, савдо ҳажмларининг камлиги банк тизими кўламини тор бўлишини асослайди ва банклар сони кам бўлишига сабаб бўлади. Бундан ташқари банклар сони кўп бўлган аксарият мамлакатларда, валюта операцияларини амалга ошириш ва молиявий воситачиликнинг юқори даражадаги концентрацияси сақланиб қолган. Бозордаги фаол иштирокчилар сифатида алмашув шахобчалари, банклар учун жиддий рақобат туғдирсада, улар орқали ўтадиган операциялар ҳажми сезиларсиз ҳисобланади.

Кўпгина ривожланаётган мамлакатлардаги банклараро валюта бозорининг ҳажми унча катта бўлмайди. Хорижий валюта бозоридаги айланма ҳажми айрим мамлакатларда валюта бозори умумий ҳажмининг ярмига ҳам етмайди.

Ривожланган мамлакатларда банклараро савдо ҳажмларининг юкори бўлиши, банклар томонидан ўз маблағлари ва жалб этилган маблағлар ҳисобига амалга ошириладиган дилинг операциялари ривожланганлигидан далолат беради. Халқаро ҳисоблар банки маълумотларига кўра, спот бозорининг биржадан ташқари банклараро савдо ҳажми, миқоз топшириғига кўра бажарилган операцияларга нисбатан АҚШ да 7 баробар, Германияда эса 12 баробар ортиб кетган.

Тижорат банкларининг валюта бозорларидаги операциялари ички хусусиятга эга бўлиб, асосан АҚШ долларига нисбатан амалга оширилади. АҚШ доллари икки валютани доллар иштирокида алмаштириладиган, кросс битимларда базис валюта сифатида катнашади. Масалан, Канада долларини Мексика песосига алмаштириш, АҚШ долларини песога харид қилиниши, харид қилинган АҚШ долларини Канада долларига айирбошлаш орқали амалга оширилади. Маълум бўлишича, ушбу усул кросс битимларда энг арзон ҳисобланади, чунки Мексика песоси ва Канада долларларининг бозори айланмаси, АҚШ доллари бозорида мужассамлашган. Ўз навбатида Мексика песоси ёки Канада

долларини АҚШ долларига алмашувчиларни, песони Канада долларига алмашувчиларга нисбатан топиш осонроқ. АҚШ доллари бозори юкори ликвидли бўлиб, битим тузилиши билан боғлиқ харид ва сотиш курси ўртасидаги спрэд орқали белгиланадиган харажатларни талаб этади.

Тартибга солиш механизмининг устуворлиги ту-файли, ривожланаётган мамлакатлар валюта бозо-ридаги валюта операциялари ўз ички хусусиятига эга. Бу мамлакатларда валютани тартибга солиш, одатда халқаро савдони миллий валютада амалга ошириш, хорижий валютани четдан жалб қилиш ёки жойлаштиришга йўл қўймайди.

Айрим мамлакатлар қонунчилиги, валюта опе-рацияларини халқаро дилерлар томонидан ташкил этилган электрон тармоқлар орқали амалга ошириш-га рухсат беради. Хусусан, Бразилия, Мексика, Россия ва Жанубий Африка валюта фьючерслари, Чикаго Товар Биржаси (СМЕ) рўйхатиغا киригилган. Жанубий Африка ўз резидентларига Нью Йорк биржаларида муддатли битимларни тузишга рухсат беради. Рейтерс Агентлигининг брокерлик тизимиغا уланган ҳар қандай дилер, рўйхатга киритилган саккизта ривожланаётган мамлакат валюталари би-лан савдо қилиш имконига эга. Худи шу ҳолат EBS Partnership, Inc. томонидан таъминланадиган, EBS Spot (EBS) орқали сотиладиган Мексика ва Сингапур валюталарига нисбатан ҳам қўлланилади. Бу мам-лакатлар қонунчилиги, резидентларга халқаро бозор-

ларда валюталарни алмаштириш бўйича битимларни тузишга рухсат беради, банклар эса дитинг операцияларини амалга ошириш мақсадида Рейтерс тизимидан фойдаланадилар.

Ривожланаётган мамлакатлар валюта бозоридаги операциялар, асосан икки банк иш куни ичида бажариладиган спот хусусиятига эга бўлиб, нисбатан мураккаб молиявий битимлар бозорнинг кичик ҳажмини ташкил этади¹².

Шундай қилиб, ривожланаётган мамлакатлар валюта бозорларида савдони ташкил этишнинг ўзига хос хусусиятлари қуйидагиларда акс этади:

- бозорда асосан дилерлар фаолият юритади ва операциялар аукционлар орқали амалга оширилади;
- бозорнинг шаффофлиги паст даражада;
- ҳисоб-китоблар тизимида рисклар юқори даражада;
- валюта курси котировкалари ўртасидаги даврнинг узунлиги.

Бундай хусусиятлар асосида ишлайдиган бозорга алмашув курсининг чекланган қийматдаги тебраниши хос бўлади ва марказий банк интервенция ёки бошқа тадбирлари орқали курснинг ўзгаришига сезиларли таъсир этади.

Марказий банклар мамлакатда монетар сиёсатни олиб боровчи асосий органлар бўлсада, ривож-

¹² Jorge Iván Canales-Kriljenko. Foreign Exchange Market Organization in Selected Developing and Transition Economies: Evidence from a Survey // IMF Working Paper. – Washington. 2004. –46 p.

танаётган мамлакатлар валюта бозорини тартибга солишда уларнинг иштироқи, одатда валюта курси тебранишини чеклаш ва харид билан сотиш курси ўртасидаги спрэдни белгилашда ифода этилади. Марказий банклар алмашув курси режимидан қатъий назар, мамлакат валюта бозорида ўз маблағлари ҳисобига ёки бошқа муассасалар номидан иштирок этади. Ривожланаётган мамлакатларда валюта коти-ровкасига белгиланадиган чекловларнинг қўлланилиши, банклараро валюта бозори ҳажмини чекланиши ва марказий банк томонидан валюта бозоридаги талаб ва таклифни тартибга солишини осонлаштиради.

Ушбу мамлакатлар валюта бозори сиғими ва самарадорлиги паст бўлгани сабабли, тартибга солишнинг турли воситаларидан фойдаланилади. Банклараро валюта бозори кўлами чекланганлиги, алмашув курсининг аниқланиши кўламини қисқартиради.

Алмашув курси тебраниш доирасининг торлиги, валюта бозорини ноликвидли бўлишини асослайдиган омиллардан бири ҳисобланади. Қатъий белгиланган валюта курси режими ишлашини таъминловчи марказий банклар, одатда, бозорда зарурат туғилганда операцияларни олиб боради. Бу эса бозор иштирокчиларига курсни шаклланиши ва валюта рискинни бошқариш соҳасида етарли малакани тўп-лаш имконини бермайди ва банклараро бозор фаоллигини чеклайди. Марказий банклар банклараро валюта бозорларида устувор ўрин эгаллаганлиги са-

бабли, хорижий валютани айирбошлашда дастлабки воситчи вазифасини бажаради. Қатъий белгиланган алмашув курси шароитида бозор иштирокчилари, алмашув курси ўзгаришига нисбатан хусусий муносабатларни шакллантиришлари, позиция очишлари ва хорижий валюта билан операцияларни бажаришлари рағбатлантирилмаганлиги сабабли, спот бозори каби муддатли битимлар бозорларидаги фаолликлари ҳам суст бўлади. Бундан ташқари валюта курси боғланган режимда, спекулятив операцияларни чеклаш мақсадида форвард бозори ишлашида кўшимча тўсиқлар белгиланади. Ўз навбатида форвард бозорининг ривожланмаганлиги хеджирлаш имкониятларини камайтиради.

Ривожланаётган мамлакатларда валюта бозорини трансформациялашнинг асосий йўналишлари қуйидагиларда акс этади:

– Хорижий валюта билан операцияларни фаоллаштириш учун алмашув курси тебранишини эркинлаштириб бориш (масалан, тебранишни маълум чегарадаги коридор доирасида боғлаш). Шунингдек, бозорни тартибга солувчи органлар, бозор иштирокчилари икки ёқлама рискни юзага келишини таъминлашлари керак. Бунда ҳар бир иштирокчи бир вақтнинг ўзида, алмашув курсини кўтарилиши ёки тушиши рискига дуч келганда, қисқа позиция билан бирга узун позицияни ҳам очадилар. 1995 йилдан 2001 йилгача бўлган даврда, нисбатан эркин алмашув курслари жорий этилган мамлакатлар валюта бозори

айланмасининг ўсиши, аксинча валюта курси тебраниши чекланган мамлакатларда эса қисқариши кузатилган.

– Бошқа маркет-мейкерлар фаолиятини ривожлантириш мақсадида, марказий банкларнинг банклар билан ўтказиладиган операциялар ва интервенциясини қисқартириш орқали, бозордаги маркет-мейкер сифатидаги иштирокини камайтириш. Марказий банкларнинг номолиявий мижозлар билан операцияларни амалга оширишларига йўл қўймаслик керак.

– Бозорнинг инфор­мацион шаффофлик даражасини ошириш, хорижий валюта манбалари, йўналишлари ва тўлов баланси динамикасининг тенденциялари юзасидан маълумотлардан фойдаланиш эркинлигини таъминлаш. Бу эса бозор иштирокчиларини алмашув курси сиёсати ва пул-кредит сиёсатига нисбатан, ҳаққоний фикрларга эга бўлиши ва хорижий валюта курсини самарали белгилаш учун жуда муҳим. Шу билан бирга тартибга солувчи органлар, ахборот тизимлари ва трейдинг платформаларини банклараро бозорда, реал вақт режимида валюталар олди-сотдиси курслари котировкасини эълон қилишларини таъминлашлари керак.

– Бозор фаоллигини пасайтирувчи, тартибга солиш чораларини камайтириш ва аста-секин бартараф этиб бориш. Ушбу йўналишда валюта тугуми манбаларини кенгайтириш ва бозордаги хорижий валютани ишлатиш имкониятларини ошириш учун, қабул қилинадиган баъзи тадбирлар

қуйидагилардан иборат: валюта тушумларини марказий банкларга мажбурий сотиш тартиби, ҳамда валюта операцияларини солиқ ва йиғимларга тортилишини бекор қилиш, сегментлашган валюта бозорларини бирлаштириш орқали жорий ҳисоблар ҳамда капитал ҳаракати билан боғлиқ айрим операциялар бўйича чекловларни юмшатиш. Аммо капитал ҳаракати операциялари бўйича чекловлар, зарурий макроиктисодий ва институционал шарт-шароитлар таъминланганидан сўнг юмшатиб бориш мумкин.

– Валюта бозорини шаффофлик даражасини ошириш ва тразакцион харажатларин камайтириш учун қонунчилик ҳужжатларини бир хиллаштириш ва соддалаштириш, ҳамда ҳуқуқий ҳужжатларда мавжуд бўлган тор доирадаги айирм ҳолатларни баратараф этиш.

– Бозор микротузилмасини сегментация даражасини пасайтириш ҳисобига яхшилаш, бозор воситачилари фаолиятининг самарадорлигини ошириш ва ишончли ҳисоб-китоб тизимларини таъминлаш.

Валюта бозорини ривожлантириш ва кўламини кенгайтириш айниқса бозор таъсирида валюта курсини боғланган режимдан воз кечишни талаб этганида мураккаб масалага айланади ва янги режимга босқичма-босқич ўтиш учун имконият бўлмайди. Бундай шароитларда ҳуқумат олдида икки қарама-қарши йўналишдаги мақсадлар шаклланади.

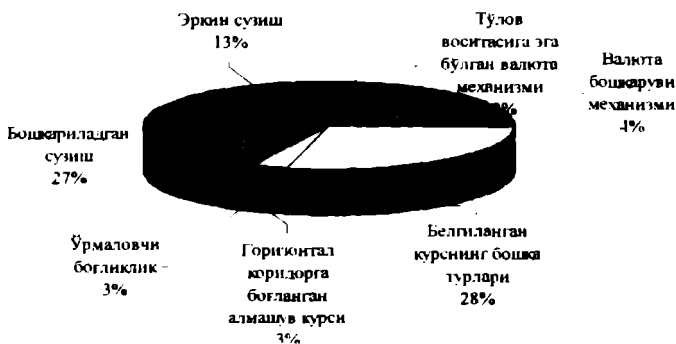
Бир томондан миллий валюта кадрсизланиши олдини олиш мақсадида, хорижий валютани сотиш зарурати юзага келади. Бошқа томондан бозор ишончини таъминлаш мақсадида, маълум даражадаги алмашув курсини химоялаш учун интервенцияга йўл қўймаслигини эълон қилиши керак бўлади. Бундай шароитларда кўпгина мамлакатлардаги марказий банклар аста-секин маркет-мейкер вазифасидан четлашиб борган, валюта операциялари бўйича чекловлар бартараф этилган ва алмашув курсини кескин тебранишларига йўл қўйилган. Бир вақтнинг ўзида бозор босимининг олдини олиш учун фоиз ставкалари кўтарилган, операциялар манбалари ва йўналиши мониторинги олиб борилган.

Ривожланаётган мамлакатлар миллий иқтисодиёти учун оптимал валюта курси режимини танлаш, валюта сиёсатининг муҳим масалаларидан бири ҳисобланади. Ўтган асрда юз берган аксарият инқирозлар, валюта бозори ва иқтисодиёт ривожланишининг ҳолатига мос келадиган режимни танлаш қанчалик муҳимлигини кўрсатиб берган. Ушбу йўналишда сўнги йилларда олиб борилган тадқиқотлар шунини кўрсатмоқдаки, халқаро молия бозорларининг юқори даражада интеграциялашган шароитларида, фақатгина икки хилдаги режимлардан фойдаланиш, қутилган самарани бериши мумкин. Яъни: эркин ёки мустақил сузиб юрувчи валюта курси режими ва

қатъий белгиланган курс режими самарали бўлиши мумкинлигини кўрсатиб берди.¹³

Жаҳон амалиётида алмашув курсларининг турли хил режимларидан фойдаланилади. ХВФ бу борада ушбу режимларни уч гуруҳга бўлган ҳолда, сўнгги тадқиқотлар асосида саккизта турини ажратган (2004 йилгача уларнинг сони тўққизта бўлган) ва улар бўйича алоҳида мамлакатлардаги жорий ҳолатлар бўйича кузатув олиб оради. (3-жадвал).

ХВФ аъзо бўлган 187 мамлакатлардаги алмашув курси режими¹⁴



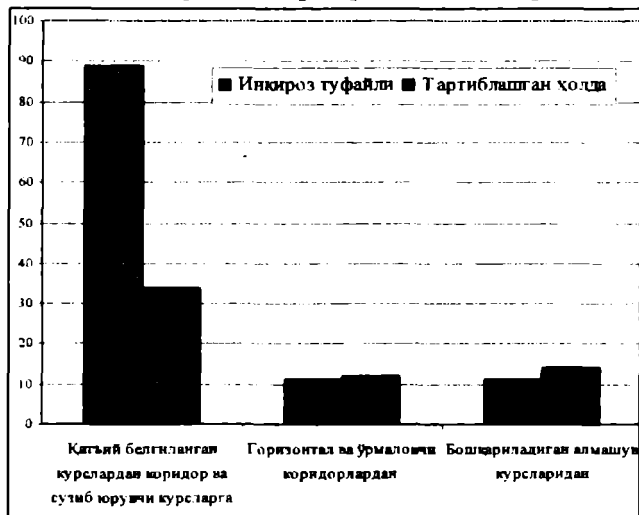
2-расм

¹³ Рупа Дуттагупта. Жилда Фернандес, Чем Каракадаг. Переход к гибкому обменному курсу: Как, когда и насколько быстро? – Вашингтон: МВФ, 2006. -26 с.

¹⁴ De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework. -<http://www.imf.org>

2-расмдан кўриб турганимиздек, ҳозирги кунда аксарият мамлакатлар, шу жумладан Ўзбекистонда ҳам белгиланган курс режимидан фойдаланилмоқда. Мустақил сузиш режимига эга мамлакатлар улуши эса 13% ташкил этади. Шулардан АҚШ, Япония ва Швецарияда ушбу режим бозор механизмига асосланган бўлса, Австралия, Канада, Буюк Британия каби молия бозори ривожланган мамлакатларда, ушбу курсдан инфляция таргетлаш воситаси

1990-2002 йилларда режимларнинг турли шаклларда ўзгартириш сабаблари¹⁵



3-расм

¹⁵ Рупа Дуттагупта, Жилда Фернандес, Чем Каракадаг. Переход к гибкому обменному курсу: Как, когда и насколько быстро? – Вашингтон: МВФ, 2006. -С. 5

сифатида фойдаланилади. Шу билан бирга ушбу режимни қўлловчи айрим ривожланаётган мамлакатларни ҳам учратиш мумкин.

Мамлакатларнинг қатъий белгиланган курс режимидан эркин сузиб юривчи курсга ўтиши турлича кечган: баъзилари босқичма-босқич, оралик режимларни қўллаш орқали курсларнинг тебранишини эркинлаштириб борган бўлса, бошқалари шароит таказоси билан алмашув курсини эркин белгиланишига ўтказган ва бу миллий валютанинг кескин қадрсизланишида акс этган. ХВФ кузатувларига кўра, режимларни алмаштиришнинг аксарият ҳоллари тартиблашмаган ҳолда, кутилмаганда юзага келган маълум ҳолатлар таъсирида қабул қилинган (3-расм).

Эркин алмашув курсига ўтиш амалиётини шартли равишда уч хил шаклга бўлиш мумкин:

– Қатъий белгиланган курс режими гуруҳидаги барча курслардан, коридор ва сузиб юривчи курс режимига ўтиш;

– Коридорлардан сузиб юривчи курсларга ўтиш;

– Бошқариладиган курс режимидан эркин алмашув курси режимига ўтиш.

3-расмдан 1990-2002 йиллар оралиғида турли мамлакатлар жами 171 марта режимлар алмаштирилган бўлса, шундан 111 ҳолатда инкироз таъсирида жорий курс режимини таъминлай олинмаганлиги сабабли эркин сузишга ўтказилган. Айниқса 90- йилларнинг ўрталарида кетма-кет юз берган инкирозлар шароитида бундай амалиётни

кенг кузатиш мумкин. Жумладан, 1997 йилдаги Шарқий Осиё мамлакатларидаги инқироз шароитида тартиблаган ҳолда режимларни алмаштириш умуман кузатилмади (4-расм)

1999-2002 йиллар мобайнида алмашув курси режимларини алмаштириш¹⁶



4-расм

4-расмдан инқироз туфайли алмашув курси режимини алмаштириш ҳолатлари, кўпчилик ҳолатни ташкил этгани ва мос эгри чизик, тартибли ўтиш ҳолатларидан юқорида жойлашганини кўриш мумкин. Бу эса алмашув курси режимини белгилловчи орган, макроиктисодиётнинг жорий ҳолатини

¹⁶ ХВФ маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган

аниқ ва ҳар томонлама ўрганган ҳолда қарор қабул қилиши муҳим эканлигини кўрсатади.

Қатъий белгиланган ёки чекланган тебранишга эга курс режимини таъминлашни эркин сузувчи курсга асосланган курс режимига нисбатан, ваколатли органлар масъулияти кўпроқ бўлади. Валюта бозори ривожланиши ва чуқурлашуви шароитида, бозор таъсирида валюта курсини боғланган режимдан воз кечиш масаласи айниқса жиддий тус олади, чунки янги курс режимига ўтиш учун зарур тадбирлар кўрилмаган бўлади. Бундай шароитда бири-бирига зид бўлган икки хил мақсад шаклланади. Бир томондан миллий валюта қадрини ушлаб қолиш учун хорижий валюта сотиш керак. Иккинчи томондан иштирокчиларнинг бозорга бўлган ишончини сақлаб қолиш учун ўтказилаётган интервенциялар тўғрисида хабар бериш керак, бу эса миллий валютани қўллаш зарурати юзага келгани ва унга бўлган ишончни тушганидан далолат беради.

Марказий банкларнинг интервенциялари маълум маънода бозор иштирокчилари фаолияти барқарорлигини таъминлаши мумкин, аммо бу қисқа муддатли характерга эга бўлади. Аммо узоқ муддатли спекулятив хужумлар таъсирида мамлакат захираси ҳисобига таъминлаб турилган курс режими қимматга тушиши мумкин. Масалан, Джорж Сороснинг «Quantum» фонди 1992 йилда фунт стерлинга қарши амалга оширган спекулятив операциялари, Англия банки захирасини кескин қисқаришига ва валюта

курси эркин тебранганидаги кадрсизланиши оқибатида 1 млрд. АҚШ доллари миқдориди фойда олганини таъкидлаш мумкин. Натижада фунтнинг курси 1992 йил сентябридаги 1,9242 дан, 1993 йил февралларидаги 1,4737 гача, яъни 4505 пунктга тушиб кетди. (5-расм)

Жаҳон валюта тизими эволюциясида турли режимлардан фойдаланилган. 1867 йилда қабул қилинган Париж конференцияси, курс режимини олтин пунктлари механизми асосида ташкил этган. 1922 йилдаги Генуя валюта тизими қонуниятлари, валюта курсини мутлоқ эркин сузишини жорий этди. Иккинчи жаҳон уруши оқибатида аксарият мамлакатларда юзага келган ижтимоий-иқтисодий қийинчиликларни ечишда Бреттон Вудс келишувини 1944 йилда қабул қилиниши ва шу асосда қатъий белгиланган курс режимидан фойдаланиш ката аҳамият касб этди. 1960-70-йилларда халқаро савдо ва молия бозорларининг кенг кўламда ривожланиши, қатъий белгиланган курс режимини таъминланишини иложсиз қилиб қўйди. Бу эса курс режимини эркин танлашга асосланган Ямайка валюта тизими 1976 йилдан тамойилларини қабул қилишга хизмат қилди. 1979 йилда Европа мамлакатларида интеграция жараёнларининг юқори суръатларда кечиши, ягона валюта тизимини жорий этиш эҳтиёжларини юзага келтирди (5-расм).

Келгуси интеграцион ҳамкорликларни таъминлаш учун эса умумий манфаатларни ҳимоя қиладиган

курс режими зарур эди. Шундай қилиб «валюта илони» деб ном олган коридор асосида, тебранишга моил курс режими жорий этилди. 5-расмда иккита асосий валюталар, АҚШ доллари ва фунт стерлинг курсларини ўзгариши келтирилган. Кўриб турганимиздек фунт стерлинг тарихида ҳам, курс режимининг мамлакат жорий ҳолатига мос келмаслиги натижасида кескин тебранишлар юзага келган.

АҚШ долларининг фунт стерлингга нисбатан тебраниши¹⁷



5-расм

Мамлакат эркин сузиб юрувчи курс режимини жорий этганида, валюта rischi давлат секторидан (марказий банклардан) хусусий сектор зиммасига

¹⁷ MetaTrader Forex Ltd.

юклатилади. Амалда жорий курс режимини тартибсиз равишда алмаштирилиши, давлат тармоғи балансидаги бошқариб бўлмайдиган номутанносибликлар туфайли юзага келади. Шунинг учун валюта курсини чекланган тебраниш режимларидан тартибли равишда муваффақиятли ўтишининг муҳим омили, молиявий ва номолиявий тармоқларни валюта rischiга дуч келиш кўлами ва даражасини аниқлаш ҳисобланади. Хусусий секторни валюта rischiга учраш мойиллиги, янги режимга хусусан эркин сузиб юрувчи (коридор ёки мустақил сузиш) курсига ўтиш жараёнларига сезиларли таъсир этиши мумкин.

Валюта rischiга учраш мойилигини баҳолаш ўз навбатида валюта бозори тузилмасини акс эттирган балансни, хорижий валютада акс этган актив ва мажбуриятлар сифати ликвидлилиги, тугаш муддатини батафсил таҳлилин талаб этади. Масалан, Шарқий Осиё мамлакатларида юз берган инкироз, корпоратив соҳадаги хеджирланмаган хорижий валютадаги қарзларини, оммавий зарарларни қалқиб чиқиши ва хорижий валютага бўлган талабни ортишига олиб келишини намоён этди. Банклар хорижий валютадаги мажбурият ва активлар мутаносиблигини таъминлаганларида ҳам, қисқа муддатли валюта маблағларини хеджирланмаган миқдорларнинг узок муддатли кредитларни молиялаштиришга йўналтириларида, сезиларли равишда кредит ва ликвидлик riskини юзага келтиради. Шу сабабли валюта riskларини бошқариш элементларини тадқиқ этиш муҳимдир.

Валюта рискени бошқариш куйидаги тўртта элементдан ташкил топган бўлади:

1. Валюта риски манбалари, шу жумладан валюта тушуми манбалари ва уларни ишлатиш йўналишларини мониторинги, учун ахборот тизимлари, ҳамда расмий ҳисоботлари. Билвосита юзага келадиган валюта риски мониторингини корпоратив соҳани доимий кузатуви ёки хорижий валютада даромад оладиган шахсларни хорижий валютадаги активлар, қарз мажбуриятлари ва хеджирлаш операциялари хусусидаги маълумотларни тақдим этишга талабни белгилаш орқали олиб бориш керак.

2. Валюта рискени ҳисоблаш формулалари ва аналитик усуллари. Риск кўрсаткичларини ҳисоблаш жараёни ялпи валюта позицияси бўйича бухгалтерия кўрсаткичлари ва прогнозга асосланган «рискининг микдори» (VaR) ҳамда стресс-тест моделларини ўз ичига олади.

3. Рискка нисбатан ички сиёсат ва стратегияларнинг мавжудлиги. Жумладан валюта операцияларига нисбатан белгиланган ва операция фаолиятни ҳужжатлаштириш жараёнидан ажратилиши таъминланган ички сиёсатнинг ёзма шаклда ишлаб чиқилиши, очиқ валюта позициялари бўйича чекловларни белгилаш, хорижий валютада кредитлаш билан боғлиқ қўшимча кредит рискени қоплаш бўйича аниқ заҳира фондларини шакллантириш, ташқи тушум манбаларини белгилаш, белгиланган қоидаларга риоя этилишини устидан мониторинг тизи-

мини ташкил этиш. Рискларни бошқариш амалиётини кенгайтириш ва банк мижозларини ҳимоялаш мақсадида, банк ўз мижозлари доирасида валюта рискдан хеджирланишини татбиқ этиб боради.

4. Валюта рискинни нисбатан масофадан туриб тартибга солиш ва назоратини амалга ошириш. Масофадан туриб тартибга солиш чораларига; соф очик позиция (капиталга нисбатан фоизларда), валюта кредитлари (хорижий валютадаги мажбуриятларга нисбатан фоизларда) ва еврооблигацияларни чиқариш (капиталга нисбатан фоизларда)га меъёрларни белгилаш, банк амалга ошириш ҳуқуқига эга бўлган валюта операциялари кўламига лицензиялаш орқали меъёрларни белгилаш, валюта рискдан ҳимояланиш мақсадида капитал етарлилигини таъминлаш, ҳамда банкларда ички назорат тизимлари бўйича меъёрларни ишлаб чиқиш. Айниқса хорижий валютада қарзларга, шунингдек лекин хорижий валютада даромад манбаига ҳам эга бўлган мижозларга нисбатан алоҳида эътибор талаб этилади.

Валюта рискинни хеджирлаш мақсадида тузилдиган муддатли битимлар бозорини ривожлантириш учун шарт-шароит яратиш, икки хилдаги натижага эга бўлиши мумкин. Ушбу тадбир рискларни бошқаришни такомиллаштиришдан ташқари, валюта бозорини ривожланишига ҳам хизмат қилади. Аммо ҳосилавий воситалардан бошқа мақсадларда фойдаланиш жараёнини ташкил этиш жуда осон бўлганлиги сабабли, корпорация ва молиявий муассасалар ҳамда

назорат қилувчи органлар, операцияларнинг мақсадли бўлишини таъминланиш учун маълум даражада малакага эга бўлиши зарур. Бундан ташқари улардан фойдаланиш устидан мониторинг ташкил этиш, банкларнинг ҳосилавий маҳсулотлар билан операцияларини стандартлаштириш, уларни аниқ баҳолаш учун бухгалтерия стандартлари ва шартномалар ижросини таъминловчи ҳуқуқий тизимни ишлаб чиқиши керак. Бозорни тартибга солувчи органлар эса унинг шаффофлиги ва ҳисоботнинг юқори стандартларини белгилашлари лозим.

2.3. Валюта дилингидаги рискларнинг умумий тавсифи

Жаҳон валюта тизимининг эволюциясида мамлакатлар валюта режимини эркинлаштирилиши, Форекснинг ривожланишига туртки бўлган асосий сабаб ҳисобланади. Валюта чекловларининг бекор қилиниши, халқаро капитал ҳаракатини кенгайтишини таъминлаши билан бирга, миллий молия бозорларини ташқи иқтисодий конъюктуранинг ёмонлашуви таъсирида бекарорликни камайтишига олиб келади.

Бунинг амалий мисоли сифатида сўнги ўн йилликларда катор ривожланаётган мамлакатларда, валюта режимини эркинлаштириш шароитида назоратсиз қолган капитал таъсирида, молиявий аҳволнинг ёмонлашуви ва валюта инқирозларининг келиб чиқишини келтириш мумкин. Жаҳон капитал бозори

мамлакатнинг ички бозорига сезиларли таъсир этгани сабабли, миллий валюта девальвацияланиши ва фойз ставкасини ўсишига олиб келади.

Шунинг учун Форексдаги операциялар юкори даромадли бўлсада, ўзида юкори даражада рискларни мужассамлаган. Мураккаб воситалар савдоси билан шуғулланадиган трейдерлар сони ва операцияларнинг ҳажми кўпайгани сайин савдо рискларининг ортишига олиб келади. Бу эса рисклар табиатини ўрганиш, уларнинг келиб чиқиш сабабларини таҳлил қилиш, рискларни самарали бошқариш сиёсатини ташкил этишда муҳим ҳисобланади.

Шу сабабли, аввало, риск моҳияти ва тушунчасига изоҳ бериш зарур. Умумий маънода рискни, молиявий зарарларни келтириб чиқарувчи нохуш ҳолатнинг юзага келиши эҳтимоли сифатида тавсифланиши мумкин. Валюта rischi деганда, валюта курсининг зарар ҳолатига олиб келувчи нохуш ўзгариш эҳтимоли тушунилади.

Рискка қатор хусусиятлар хос бўлиб, улар қуйидагилардан иборат:

– риск мавжудлигининг объективлиги. Валюта rischi ҳар қандай дилер фаолиятининг объектив жиҳати ҳисобланиб, валюта бозорида рисксиз битим бўлмайди;

– рискнинг эҳтимоликни акс этувчи табиати. Валюта дилинги жараёнида молиявий зарарларни келтириб чиқарувчи салбий ҳолатлар юзага келиши ва юзага келмаслиги ҳам мумкин, бу эса қатор субъектив

ва объектив омиллар билан асосланади. Айнан шугина валюта рискинни эҳтимолий хусусиятга эга бўлишини асослайди;

– рискнинг иктисодий табиати. Валюта рисқи иктисодий категорияга тегишли бўлган молиявий рисклар категориясига киради;

– оқибатнинг нисбатан ноаниқлиги (бу ерда нисбийлик, инвесторнинг ўз фойда ва зарарларини назорат қилиш имконига қўлланилади);

– риск даражасини нобарқарорлиги. Валюта дилери дуч келадиган риск даражаси, вақт ўтиши билан ўзгариш хусусиятга кўра, ташқи ва ички хусусиятга эга бўлган омилларга боғлиқ бўлади;

– риск даражасининг баҳоланиши турлича бўлиши. Бу молиявий рисклар, хусусан валюта рискинни баҳоланишнинг кўплаб усул, модел ва назарияларининг мавжудлигига асосланади.

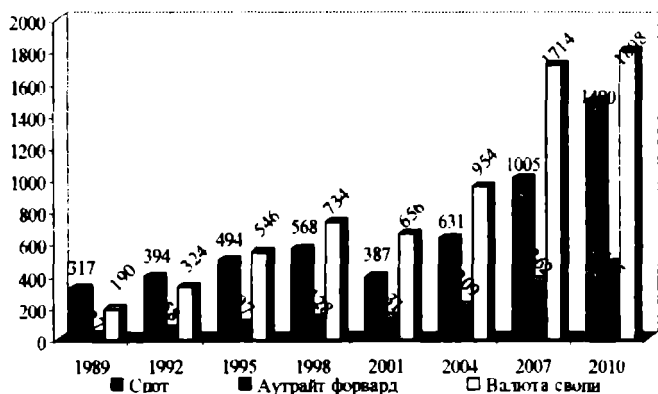
Валюта бозоридаги дилинг операцияларида учрайдиган асосий рискларга, алмашув курси рисқи, фойз рисқи, кредит рисқи, мамлакат рискинни келтириш мумкин. Уларнинг барчаси валюта бозорида юзага келсада, турли хил инструментларнинг уларга таъсири турлича кечади.

Дилингда учрайдиган валюта рискларини, тўрт хилга ажратиш мумкин: алмашув курси рисқи, фойз рисқи, кредит рисқи, мамлакат рисқи.

Алмашув курси рисқи (exchange rate risk) деганда, бозор кучлари таъсирида талаб ва таклиф ўртасидаги мувозанатнинг ўзгаришини, очик валюта позициясига

таъсири тушунилади. Жаҳон амалиётида мазкур рискнинг олдини олиш мақсадида, муддатли битимлардан фойдаланилади. Форекснинг 18 йиллик ривожланишида, спот операцияларининг 3 мартда ошганида муддатли валюта битимлари ҳажми, жумладан форвард операциялари 13,4 баробарга, валюта своплари эса 9 баробарга ортди (6-расм).

Халқаро валюта бозоридаги операцияларнинг ривожланиши (млрд. АҚШ долл.)



6-расм

Мазкур бозорнинг ривожланишида 2007 йилдаги халқаро валюта бозоридаги ўзгаришлар муҳим аҳамият касб этди. Биринчидан, ўртача кунлик валюта операциялар ҳажми энг юқори қийматда қайд этилди ва 2004 йилга нисбатан 69% ўсиб, 3,2 трлн. АҚШ долларини ташкил этди. Бундай ўзгариш кўрилатган давр ичида энг юқори суръатларга етди.

Иккинчидан, бозор ҳажми айирбошланадиган воситалар ўзгариши ҳисобига ортди. Ўсишнинг ярмидан кўпи, своп операциялари ҳисобига содир бўлди. Ушбу йилда своп операциялари, 2004 йилга нисбатан 80% кўпайди (2004 йилда бу кўрсаткич 45% ташкил этган эди). Бундай кескин ўзгаришнинг асосий сабаби, хеджирлаш фаолиятига эҳтиёжнинг ортиши ҳисобланади. Шунингдек 2007 йилда аутрайт форвард битимларининг сезилари ўсиши содир бўлди. 2004 йилдаги 59% даражадаги ўсиш суъатларига нисбатан, 2007 йилда бу операциялар 73% ортди. Улардан фаркли ўларок, спот операцияларининг ўсиш суръати, аввалги даврларга нисбатан пастроқ бўлиб, 59% ташкил этди.

Икки банк иш куни давомида очиладиган позиция, алмашув курсининг нохуш ўзгаришлар рискига доимий тарзда дуч келади. Трейдернинг позицияси очилгач, унга тенг бўлган тескари позиция оркалигина ёпилиши (*closed*) ёки қопланиши (*covered*) мумкин (бир валютага очилган узун позиция, кейинчалик худди шу валютага очилган қисқа позиция оркали қопланади ва аксинча).

Алмашув курси муддатли битимларда, хусусан, своп операцияларида учрамайди. Своп операциясида бир томон, тенг миқдордаги бир хил валютани иккинчи томонга, турли валюталаш саналарида кечадиган қарама-қарши битимларни тузади. Бир хил миқдордаги валюталар сотилгач, худди шу миқдордаги валюталар қайта харид қилинганда (ёки

аксинча), курснинг ўзгариши ушбу операцияга таъсир этмайди. Лекин своп, курс ўзгаришидан мутлоқ химояланган деб бўлмайди. Спот курсининг сезиларли даражада ўзгариши кредит рискинни юзага келтиради.

Муддатли операциялардаги алмашув курси, спот курсига асосланганлиги учун, спот курсининг ўзгариши, мос равишда муддатли битим курсини ҳам ўзгаришига сабаб бўлади. Алмашув курсининг тебранишига дилер фаолиятига салбий таъсир этувчи омил сифатида қараб бўлмайди, чунки бу ходисасиз бозорнинг ўзи ҳам бўлмас эди. Дилер тўғри стратегияни қўллай олгандагина, курснинг тебраниши фойда келтириши мумкин.

Дилинг операцияларида алмашув курси рискиннинг юзага келиши, дилернинг ўзига боғлиқ бўлади. Малакали дилер зарарларни чеклаш ва юкори даромад олишни чекламаслик кераклигини билади. Зарарларни чегаралаш мақсадида турли хилдаги усуллардан фойдаланади. Бундай усулларга, *позицияни чеклаш* ва *зарарларни чеклашларни* келтириш мумкин.

Позицияни чеклашнинг икки хил йўли мавжуд:

– Кундузги позицияни чеклашда дилер стандарт савдо вақтлари давомида савдо қилинадиган максимал миқдорни белгилайди. Ушбу позициянинг миқдори ва уни юритишга нисбатан, маълум қонда мавжуд эмас ва бу борада молиявий бошқарувчи хусусий ёндашуви асосида ўз сиёсатини юритади. Ҳар бир дилер, муваффақиятли фаолияти ва

малакасидан катъий назар, савдо чегараларига эга бўлиши лозим. Бу лимит, дилернинг маҳорати билан бирга, унга максимал фойда келтирадиган позиция ҳажмини акс эттириши лозим. Позициянинг исталган ҳажмида, энг юқори натижалар дилернинг ўзигагина боғлиқ бўлади.

– Кечки позиция дилернинг кеча давомида сақланидиган ҳар қандай очик позициясига нисбатан қўлланилади. Амалий коидаларга мувофиқ кечки лимит, кундузгига караганда камроқ бўлиши керак. Умумий ҳолларда, ушбу лимит банк сиёсати ва ғазначилик бўлинмалари томонидан белгиланиб, дилернинг маҳорати ва масъулиятига боғлиқ бўлади. Аммо аксарият валюта дилерлари кечки позицияларни сақламайдилар.

Кундузги ва кечки позициялар бўйича лимитлар, молиявий бошқарувчи томонидан алоҳида бозор шароитларини ҳисобга олган ҳолда ўзгартирилиши мумкин. Масалан, бирон вокелик туфайли бир валютанинг, иккинчисига нисбатан кўтарилиши содир бўлди. Бундай шароитда бозор ликвидлигини тушишини ҳисобга олган дилер, позициялар бўйича лимитларни камайтиради.

Зарарларни чеклаш банк ғазначилигининг бош ходими томонидан белгиланиб, дилер дуч келадиган зарарларни чеклаш, мақсадида белгиланади. Зарарларни чеклаш кун ёки ой ҳисобида белгиланади. Психологик жиҳатдан бундай усул, бозорнинг фаол ҳолатида кўрилиши мумкин бўлган зарар миқдори,

тўғрисидаги масала хусусида, дилер қарор қабул қилишида қўшимча босим ўтказилишининг олдини олишга хизмат қилади.

Дилинг бошқарувчилари ҳар бир савдо объекти учун рискни бошқариш қоидаларини ишлаб чиқишда, банк стратегияси, савдо ҳолатларига нисбатан умумий муносабат ва мақсадларга мос келишини таъминлайдилар. Рискларни бошқариш амалиёти доимий тарзда кўриб чиқилиб, бозордаги ўзгаришларни ҳисобга олган ҳолда мослаштириб борилади. Ушбу стратегиянинг ишлаб чиқиш жараёни, молия бозорларини юкори ўзгарувчанлиги шароитида тезкор ва мослашувчан тарзда таъминланиши керак.

Ҳосилавий воситалар, хусусан опционларга нисбатан бозор иштирокчилари, ўзаро бош келишувни (master agreements) тузадилар. Ушбу келишув келгусида битимлар амалга оширилмаган ҳолатларни ва барча олди-сотди ҳисоб-китоблари неттингини (netting) ташкил этиш масалаларини ўз ичига олади. Бундай келишувларга «Халқаро валюта бозори бўйича бош келишуви»ни келтириш мумкин. Ушбу келишув, 1997 йилда Валюта Бозори Қўмитаси томонидан қабул қилинган ва уни тайёрлашда Британия Банклари Ассоциацияси, Канада Хорижий Валюта Бозори Қўмитаси ва Токио Хорижий Валюта Бозоридаги фаолият бўйича Қўмита томонидан тайёрланган. Келишув валюталар алмашувида иштирок этаётган томонлар учун стандарт қоидаларни ўз ичига

олган бўлиб, Форекс битимларини тузиш, ижро этиш юзасидан барча масалаларни камраган ҳолда, битимни бажарилмаслик ҳамда форс мажор ҳолатларини ўзида акс эттирган.

Валюта дилингида юзага келадиган рискни умумий валюта рискдан ажратиш зарур. Форекс савдоларида иштирок этадиган ҳар қандай банк операцияларини амалга оширишида икки хил асос мавжуд бўлади:

- валюта рискни хеджирлаш;
- валюта савдосидан манфаатдор бўлиш.

Умумий валюта рискни муаммоси, хорижий валютада акс этган актив ва мажбуриятлар мавжудлигидан келиб чиқади. Бу ҳолат Форекс савдо фаолиятида алоҳида кўрилади, ҳамда умумий риск позицияларга нисбатан ҳам қўлланилади.

Форексдаги воситалар, турли хил фойдалилик ва рисклилиқ даражасига эга бўлади. Дилинг бўлимида фойдалилиги нисбатан юқори воситаларда, жорий вақтда мавжуд ёки келгусида юзага келиши мумкин бўлган имкониятни танлаш, ҳамда ҳар бир воситага хос бўлган рискни аниқлаш, дилинг бошқарувчиси зиммасида бўлади. Дилернинг рискларни бошқариш стратегиясини ишлаб чиқа олиши, Форекс савдолари моҳиятини мукамал англашни талаб этади.

Валюта курсларининг тебраниши шароитида, бозор рискларни баҳолаш ва савдо стратегиялари самарадорлигини аниқлашда, рискдаги киймат (*value at risk - VaR*) усулидан фойдаланилади.

VaR усули, Ўттизлик гуруҳи (The Global Derivatives Study Group. G30) томонидан, 1993 йилда «*Derivatives: Practices and Principles*» мавзусидаги тадқиқотда ақс этган. Шу йилнинг ўзидаёқ, «ЕЕС 6-93» кўрсатмаси бўйича Европа Кенгаши, бозор рискларини қоплаш учун капитал захирасини VaR усули ёрдамида белгилаш қоидасини қабул қилди. 1994 йилда Халқаро ҳисоблар банки (BIS), банкларга ўзларининг VaR қийматларини аниқлашни тавсия этди. 1995 йилда Банкларнинг назорати бўйича Базел кўмитаси, банкларга захира капиталини ҳисоблашда VaR усули асосида ўз моделини ишлаб чиқишни тавсия этди.

«*Derivatives: Practices and Principles*» га мувофиқ, *value at risk* «аниқ вақт давомида маълум фойда олишда бозорнинг салбий ҳаракатидан келиб чиқиши қутилаётган зарар». Одатда портфел қийматининг салбий ўзгариши, бир кун давомида 97,5% эҳтимоллик билан аниқланиши мумкин (икки стандарт четланишини ҳисобга олган ҳолда).

Аммо VaR усули, молиявий зарарлардан сакловчи восита ҳисобланмайди. Ушбу усул дилерларга зиммаларига олаётган риск қиймати, ўзлари истаган меъёردа эканлиги тўғрисида тасаввур ҳосил қилишга хизмат қилади. VaR бошқарувчига қандай қийматдаги рискни қабул қилиш кераклигини эмас, қанча риск мавжудлигини аниқлаб бериши мумкин. Шунинг учун рискларни аниқлашда, фақат шу усул би-

лан чекланмасдан, бошқа усулларни кўшимча тарзда кўллаш мақсадга мувофиқ.

Алмашув рискинни бошқаришда, позицияларга лимит ўрнатиш, замонавий компьютер таъминоти мавжуд бўлган ҳозиги пайтда асосий усуллардан бири ҳисобланади. Ҳазначилик бўлимига барча битимлар бўйича маълумотларни киритгач, бош трейдер очилган позициялар бўйича кутилаётган фойда ва зарарлар тўғрисида узлуксиз, тезкор ҳамда тўлиқ маълумотга эга бўлади. Бундан ташқари, барча чет элдаги бўлимлардан келадиган ушбу маълумот, компания бош офисидаги терминалда акс этади.

Фоииз ставкаси рисқи (interest rate risk) форека портфелида, форвард спредлари тебраниши, ҳамда форвард суммалари ва ижро муддатидаги четланиш («гэп» - gap)нинг мос келмаслиги («мисмэтч» - mismatch) натижасида юзага келадиган фойда ва зарар билан боғлиқ рискдир. Ушбу риск валюта своплари, ауттрайт форвард битимлари ва опционларга хосдир.

Мисметч ҳажми (amount mismatch) деб спот трейдери ва миждоз ўртасидаги битим ижросида, ауттрайт форвард битими ва спот битими ўртасидаги фарққа айтилади. Миждозга келгусида зарур бўладиган хорижий валюта ҳажми, стандарт форвард битимига тўғри келмаганида, дилер уни кондиритиши мақсадида спот бозорида иложи борича ўзига мос келадиган битим тузади. Бунда дилер миждозга тақдим этадиган битим ҳажми, аризада кўрсатилган қийматдан фарқ қилганида, мисметч қиймат юзага келади.

Масалан, миџоз аутрайт форвард битими бўйича 910 000 USD/CAD (яъни, 910 000 АҚШ долларини канада доллари эвазига) харид килиш учун дилерга ариза беради. Дилер спот бозорида мавжуд стандарт битимлардан талаб этилаётган битим ҳажмига якин 1 000 000 USD/CAD тенг битимини харид қилади ва форвард «пипслари» (pips)ни мос равишда белгилайди. Ушбу ҳолатда, 90 000 USD/CAD миқдорида мисмэтч юзага келади.

Ижро муддатидаги гѐп (*maturity gap*), миџоз ностандарт муддатга эга битим бўйича ариза берганида юзага келади. Масалан, 32 кунлик ижро муддати бўйича келиб тушган битимни, дилер бир ойлик, яъни 31 кунлик битим билан қоплайди. Бундай ҳолатда алмашув курси рискдан химояланиш назарда тутилсада, битимлар муддати ўртасидаги фаркнинг, спот битими ҳисобига ёпилган қисми турли хил фоиз рискларига учрайди. Жумладан юкоридаги мисолда, миџоз талаб этган муддатдан 1 кун олдин дилер жойлаштирган маблағлари келиб тушганида, очиқ қолган позицияни ёпиш учун бир кунлик спот битимини тузишда фоиз ўзгаришидан дилер фойда ёки зарар кўриши мумкин.

Унча катта бўлмаган форекс портфелига эга дилерларда, муддатлардаги четланишни қоплаш анча осон кечади. Аммо форекс бозорида фаол иштирок этадиган форвард бўлимида энг замонавий компьютер татминоти бўлишига қарамасдан, гѐпни тўлик бартараф этиб бўлмайди. Шундай бўлсада, гѐп бўйича

юзага келадиган маблағ ҳажми сезиларсиз бўлганида, муаммони осонлик билан ҳал этиш мумкин.

Бир кунда бир маротаба, трейдер ҳар бир валюта бўйича соф тўловлар ва тушумларни «том-нект» - (*tomorrow/next, T/N*), ёки ролловер (*rollover*) деб номланадиган махсус своп ёрдамида мувофиқлаштириб боради.

Фоиз рискени бошқариш учун дилер, мисметч миқдорига чекловларни бегилайди. Ҳар бир банк бу борада ўзига хос бўлган сиёсатни ишлаб чиқади. Бунда умумий ёндашувлардан бири бўлиб, барча мисметчларни муддати бўйича икки гуруҳга: 6 ойгача бўлган мисметчлар ва 6 ойдан ортиқ бўлган мисметчларга ажратиш ҳисобланади. Барча битимлар компьютерлашган тизимга киритилиб, барча позициялар бўйича фойда ва зарарлар кузатиб борилади. Ижро этилмаган битимлар бўйича, гэлларга таъсир этиши мумкин бўлган барча турдаги ўзгаришларни, олдиндан билиш учун фоиз ставкалари ҳолатини узлуксиз таҳлилин юритиш керак. Бундай ёндашув аксарият ҳолларда ижобий натижа беради.

Кредит rischi (*credit risk*) очик валюта позицияси, карама-қарши томоннинг атайин ёки беҳосдан ҳаракатлари туфайли ёпилмаганда юзага келадиган рискдир. Унинг келиб чиқишига асосий сабаб бўлиб, тўлов қобилиятини тушиши ёки валюта операциялари бўйича чекловларни ўрнатилиши ҳисобланади. Мисол тариқасида, 1980-йилларда «чиқинди» облигациялари савдоси бўйича илғор корхона бўлган Drexel

Burnham-нинг кутилмаганда тўлов қобилиятини йўқолишини келтириш мумкин¹⁸. Кредит rischi, ҳисоб riskининг кўриниши бўлиб, кредит ташкилотларига ҳос бўлсада, у валюта бозорида ҳам юзага келади.

Валюта бозоридаги воситаларнинг ижро муддати, кредит муддатларидан қисқароқ бўлсада, улар умумий хусусиятларга эга бўлади. Кредит rischi муаммоси, узок муддатли форвард шартномаларидагина учрамасдан, икки иш куни давомида ижро этиладиган спот шартномаларига ҳам хосдир. Кредит бўлимлари каби дилинг бўлимлари ҳам, валюта фьючерслари ва опционларидан ташқари, барча валюта бозори воситаларига ҳос бўлган кредит riskини бошқаришга масъулдирлар.

Валюта фьючерслари ва опционлар тартибга солиб туриладиган биржаларда тузилганлиги ва уларнинг ижроси, ҳисоб палаталари томонидан назорат қилингани сабабли, ундаги битимлар кредит riskидан сакланади. Бундай биржаларга, Чикаго муддатли товар биржаси (CBOT), Лондон молиявий фьючерслар ва опционлар биржаси (LIFFE) ва Немис муддатли биржасини (DTB) келтириши мумкин. Биржалардаги ҳисоб-китоблар, ҳисоб палатаси томонидан амалга оширилади. Бундай биржалардаги

¹⁸ Бал хишников. Подлинная история Drexel Burnham и взлет империи «мусорных» облигаций / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004. - 400 с.

хар қандай трейдер, кредит risksдан хавотир олмасдан бемалол савдо қилиши мумкин.

Кредит risksни қисқартириш учун, биржадан ташқари бозорда қўлланиладиган вбситаларда, миждозларнинг кредит лайёкатлилигини ҳисобга олиш муҳим ҳисобланади. Чунки, тижорат ва инвестицион банклари, савдо компаниялари ва банк миждозлари, ўзаро савдони амалга оширганларида бир-бирларига кредит линияларини тақдим этадилар.

Кредит risksнинг шакллари мавжуд бўлиб, қоплаш risksи ва битим risksи унинг таркибий қисмлари ҳисобланади.

Қоплаш risksи (*replacement risk*) битим тузган томон, ҳамкорнинг тўлов қобилияти йўқолиши натижасида портфел балансининг бузилишида юзага келади. Бунда портфелни баланслаштириш учун коповчи битим тузиш керак бўлади.

Битим risksи (*settlement risk*) жаҳон бозорларининг турли вақтларда ишлаши натижасида юзага келиб, маълум вақтда ишлаган бозорда тузилган битим ижроси, ушбу бозор ишламаган вақтда фаолият юритадиган бошқа бозорда амалга оширилганида, қарши томоннинг тўловга лайёкатини йўқотиши билан боғлиқ. Битим risksи Херстат (*Herstatt*) risksи деб номланади ва бу ном 1974 йилда битим ҳамкорларининг катта зарарлар кўришига сабаб бўлган *Bankaus Herstatt* номи билан боғланади¹⁹.

¹⁹ Laura E. Kodres. Foreign Exchange Markets: Structure and Systemic Risks // Finance & Development. – Washington. 1996. # 4. –P 23.

Битим рискинни қисқартириш, сўнги пайтларда халқаро валюта бозорида муҳим масалалардан бирига айланган. Бундай масалалар ҳозирги кунда глобал инфратузилмаларни ривожлантириш орқали ҳал этилмоқда. Бундай тадбирлар қаторига CLS (Continuous Linked Settlements) банкининг ташкил этилишини келтириш мумкин. CLS битим рискинни PVP (payment-versus-payment – тўловга қарши тўлов) тамойили асосида бартараф этишга асосланган²⁰.

Яна намуна сифатида Reuters ва Чикаго товар биржаси билан бирга, биржа ҳузурида FXMarketSpace савдо майдончасининг очилишини келтириш мумкин. Ушбу майдонча 2007 йилдан бошлаб, спот бозорида марказлашган клиринг тизими сифатида фаолият юритмоқда²¹.

Ўз навбатида, Citigroup ҳузурида LavaFX савдо майдончаси ташкил этилган бўлиб, у дилерларга катта ҳажмдаги битимларни яширин тарзда ўтказиш имконини беради. LavaFX, 1999 йилда Citigroup таркибида ташкил этилган LAVA TRADING (LT) брокерлик компаниясининг бўлинмаси ҳисобланади. LAVA TRADING брокер, дилер, инвестиция компаниялари, хедж фондларига технология ва дастур таъминотларини ишлаб чиқади. LavaFX эса Форексдаги савдолар учун дастур таъминотини ишлаб чиқишга ихтисослашган.

²⁰ Progress in reducing foreign exchange settlement risk // Bank for International Settlements. -Basel -84 p.

²¹ William Barker. The Global Foreign Exchange Market: Growth and Transformation // Bank of Canada Review. - 2007 – PP 4-13

Жахон молия инфратузилмаси ривожланишининг замонавий тенденцияларидан бири, «exchange-style systems» орқали савдолар ҳажми ортиши хисобланади. У ёки бу савдо тизимини, электрон савдо тизимига таълуқли бўлишини белгилаб берувчи асосий тамойил, ундаги савдоларнинг анонимлигидадир. Айрим ҳолларда бунга, кўшимча равишда реал вақт режимида аризаларни қондирилишини (СМЕ, Hotspot, Currenex) ёки ўзаро ҳисоб-китоблар тизимини (CLS, FXMarketSpace) киритиш мумкин. ClientKnowledge эксперт гуруҳи таҳлилларига мувофиқ, Форексдаги «биржа» ва «сохтабиржа»лар савдосига бозорнинг 15-20% улуши тўғри келади, жумладан, АҚШ да валюта операцияларининг 21,2% электрон савдо тизимлари орқали амалга оширилди.

Мамлакат рисқи (country (sovereign) risk) валюта бозорларига давлат аралашуви билан боғлиқ рисқидир. Назарий жиҳатдан мамлакат рисқи барча турдаги валюта воситаларида учрайди, аммо, амалий жиҳатдан валюта фьючерслари ушбу рисқка дуч келмайди, чунки валюта фьючерси бозориларининг аксарияти қисми АҚШда жойлашган. Бу рисқни марказий банкларнинг валюта бозоридаги интервенцияси билан адаштирмаслик керак. Интервенция тадбирлари, курс ўзгаришига таъсир этгани сабабли уни алмашув курси рисқига киритиш мумкин.

Мамлакат rischi эса ҳукумат маълум сабабларга кўра, жумладан хорижий валюта танқислигида банк тизими назоратини қатъийлаштириши, хорижий депозитларни музлатилишида акс этади.

Масалан, Кувейтнинг Ироқ томонидан босиб олиниси, валюта операциялари билан бирга бошқа операцияларнинг тўхтатилишига, натижада мамлакат rischi юзага келган бўлсада, айрим молия бозорлари учун бу ижобий натижаларга эга бўлди. Хусусан, Кувейт Миллий банки Лондондаги биржаларда бир қанча порфелларга эга бўлгани учун зарур тўловларни амалга ошира олди. Бошқа мисолда, АҚШ томонидан Эрон ҳукуматининг тўнтарилиши ва америкалик фуқароларнинг гаровга олинисини миллий банклардаги Эрон депозитларини музлатилишига олиб келган.

Давлат аралашувида оддий тўлов тизимларидан фойдаланилганида, валюталарнинг алмашувида, сезиларли бўлади. Давлат аралашуви тўловнинг вақтида келиб тушмаслигига, алоҳида банк ёки муассаса молиявий барқарорлигига салбий таъсир этади. Мамлакат rischi кўпроқ банк ва муассасаларни қамрагани сабабли, бошқа рискларга нисбатан кенгроқ кўламга эга.

1980-йиллардан жаҳон ҳўжалигининг ривожланиши миллий иқтисодиётни эркинлашувида акс этди. Жумладан Швейцария ва Япония, валюта операциялари бўйича мавжуд барча чекловларни бекор қилган. Швеция ўша даврда кронанинг форвард

бозорлардаги муомаласи устидан назоратни эркинлаштирди. Аммо аксарият ривожланаётган мамлакатлар валюталар савдоси устидан назоратни фаол олиб бормокда.

Шу сабабли, дилер валютанинг эркин ҳаракатига таълуқли барча чекловлар юзасидан хабардор бўлиши лозим. Шундагина дилер вазиятни бошқариш имконига эга бўлади. Муаммо, фавқулотда ҳолат юзага келганида жиддийлашади ва бунда суд орқали вазиятнинг ҳал этилиши фаолиятга салбий таъсир этади.

Хусусиятига кўра рисклар, систематик ва носистематик кўринишларга бўлинади.

Систематик рисклар (systematic risk) бозорнинг умумий ҳолати билан боғлиқ бўлиб, уни бошқариб бўлмайди. Бундай ҳолатларга бозорнинг умумий ҳолатини келтириш мумкин. Дилер бозорнинг умумий ҳолатига таъсир эта олиши, тасарруфидаги капитал ҳажмига боғлиқ бўлади. Бундан ташқари макроиктисодий кўрсаткичлар ҳам, хусусий дилер таъсир доирасидан ташқарида бўлади. Шунингдек, бозордаги ҳеч бир иштирокчи ёндош бозорларга таъсир эта олмайди ёки ҳукумат ва марказий банк сиёсати йўналишини ўз манфаатларига йўналтира олмайди.

Носистематик рисклар (Non-systematic risk) бозорнинг ҳар бир иштирокчисига хос бўлиб, малакали дилер таъсир эта оладиган омиллар таъсирида юзага келади. Ҳар қандай дилер позицияни оқилон очиш ва бошқариш, лотлар ҳажми ва мақбул ордер турлари

белгилаш оркали ушбу рискларга таъсир эта олади.

Кўриладиган зарарларга кўра рисклар: йўл қўйилиши мумкин бўлган, чегаравий ҳамда катастрофик рискларга бўлинади.

Йўл қўйилиши мумкин риск (allowed risk). Ушбу риск бўйича кўриладиган зарарлар очилган позициядан кутилаётган фойдадан ошмаслиги лозим.

Чегаравий риск (critical risk). Ушбу риск бўйича зарарлар савдо ҳисобининг маълум қисмидан ошмаслиги лозим. Ҳар бир дилер томонидан ушбу меъёр хусусий тарзда белгиланади ва бозордаги савдо қилиш малакаси ҳамда стратегиясига асосланади.

Катастрофик риск (Catastrophic risk) савдо ҳисоб рақамининг ёпилиши билан боғлиқ зарарлар билан боғлиқ риск.

2.4. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шароитида халқаро валюта бозоридаги асосий ўзгаришлар таҳлили

Жаҳон иқтисодиётининг молиявий ва иқтисодий муҳити ижобий бўлиб турган шароитда, 2008 йилнинг иккинчи ярмидан сезила бошлаган молиявий-иқтисодий инқироз, валюта бозорига ҳам ўз таъсирини кўрсатди. Мазкур шароитда валюта бозоридаги ўзгаришлар, нафақат валюта курси динамикасида, балки бозор ҳажмида, тебариниш даражаси ва турли валюта жуфтликлари ва иштирокчилар категориясида ҳам кузатиш мумкин.

2008 йилда валюта бозоридаги умумий фаолиятдан банк ва миқозларни инкирозга мослаштишни кузатиш мумкин эди. Аввалги йилларда молия бозорининг барча сегментлари бўйича савдо ҳажмлари ошиб борган бўлиб, улардан деривативлар бозорини алоҳида ажратиш зарур. Мазкур бозор сўнгги йилларда шиддат билан ривожланиш суръатларини қайд этмоқда. Унинг ривожланишини куйидаги кўрсаткичлар асосида изоҳлаш мумкин:

1. Операциялар ҳажми. Халқаро валюта бозорларида амалга оширилаётган операциялар ҳажми ниҳоятда катта бўлганлиги сабабли, унинг ўртача кунлик миқдори таҳлил этилади. Халқаро валюта бозори бўйича асосий кўрсаткичлар Халқаро ҳисобкитоблар банкида ҳисобланиб, унинг сўнгги маълумотлари бўйича 2007 йилда, 3,2 трлн. АҚШ долларига тенг қийматида аниқланган. Айрим экспертларнинг баҳолашларига кўра 2008 йилда, бу кўрсаткич 4,5 трлн. АҚШ долларига етган.

2. Халқаро валюта операцияларни ўтказувчи молия марказларининг ривожланиши. Ҳозирда асосий марказлар Япония, Гонконг, Сингапур, Германия, Буюк Британия, АҚШ, Янги Зеландия ва Австралия ҳисобланади. Ушбу марказларнинг ер юзи бўйлаб жойлашгани, халқаро валюта бозорининг сутка давомида ишлашини таъминлаб беради. Улар ичида Лондон ва Нью Йорк бозорлари етказилик қилади.

3. Бозорнинг институционал таркиби. Халқаро валюта бозорларида расмий дилерлардан ташқари,

бошка молиявий воситачилар, ҳамда номолиявий иштирокчилар фаолияти юқори суръатлар ривожланиб бормоқда.

4. Халқаро валюта операцияларида қўлланиладиган валюталар тури. Иккинчи жаҳон урушигача бўлган даврда, халқаро валюта бозорларида фунт стерлинг асосий валюта сифатида етакчилик қилар эди. Иккинчи жаҳон уруши натижасида молиявий марказ АҚШга кўчиб ўтди ва Бреттон Вудс конференциясининг қарорларига мувофик, АҚШ доллари асосий валютага айланди, фунт стерлинг эса иккинчи ўринга тушди. Ямайка конференциясида АҚШ доллари, немис маркаси, фунт стерлинг, швейцария франки, япон йенаси, француз франки асосий девизлар сифатида белгилаб олинди. Ҳозирга кунда уларнинг сони ўндан ортик бўлиб, таркибида ривожланаётган мамлакатлар валюталари ҳам бор.

5. Амалга ошириладиган операциялар тури. Валюта бозорининг бирламчи функцияси, халқаро савдо натижасида қўлган киритилган хорижий валютани миллий иқтисодиётда сарфлаш учун миллий валютага алмаштиришдан иборат. Бу хусусият валюта операцияларининг энг оддий тури спот операциясида акс этади. Сўнги ўн йилликларда бозордаги ўзгаришлар натижасида, янги турдаги қатор операциялар пайдо бўлиб, уларнинг баъзилари илгари ҳам қўлланилган бўлса, баъзилари инновацион ютук сифатида қаралади. Бундай инновацион операцияларга деривативларни келтириш мумкин.

Инқироз шароитида ҳисоб рисқи ва контрагент рисқи, валюта бозоридаги курснинг шаклланишига нисбатан мавҳумликни юзага келтирди. Lehman Brothers каби йирик институционал иштирокчини банкрот бўлишига қарамасдан, спот бозорида ҳисоб рисқини бартараф этиш мақсадида CLS (Continuous Linked Settlement) банк ташкил этилиши вазиятни ижобий ҳолатда сақланишини таъминлади.²²

CLS тизими орқали тузилаётган битимларда, валюталар кредит левараджи сақланган ҳолда савдо қилинишда давом этмоқда. Аммо умумий иқтисодий ва молиявий фаолликнинг сустлашиши, конверсион операцияларни инқироздан олдинги даврларга нисбатан анча қисқаришига сабаб бўлди. Масалан, молия бозорларида йирик брокерлик тизими бўлган EBS/ICAPнинг 2008 йил охири, 2009 йил бошларида ўртача кунлик айланмаси 130-150 млрд. АҚШ долларигача қисқарди ва камайиш суръати аввалги йилга нисбатан 20-30% ташкил этди.

Форвард бозорида CLS нинг фаолияти, савдолар ва ҳисоб-китобларни амалга ошириш нуқтан назаридан ишончли бўлишини таъминлаган бўлсада, узилишлар ва нобарқарорлик сақланиб қолди. Кредит инқироzi оқибатида, форвард бозоридаги операциялар ликвидлилиги сезиларли пасайди. ClientKnowledge компаниясининг маълумотларига кўра дунёнинг энг йирик молиявий маркази бўлган Буюк Британияда, қарийб тўртдан бир қисмга

²² <http://www.cls-group.com/Pages/default.aspx>

камайган²³. 2008 йилнинг ноябр ойида Чикаго товар биржасида (CME) фьючерс ва опционларнинг ўртача кунлик ҳажми 471 минг шартномани ташкил этиб, аввалги йилга нисбатан 26% камдир²⁴. МДХ биринчи бўлиб, муддатли битимлар бозорини ривожлантирган Россияда эса шу даврда битимлар ҳажми 60% гача қисқарди ва ўртача кунлик 1,4 млрд. долларни ташкил этди.²⁵

Юз берган инкироз, валюта бозорининг ҳолатини белгилашда экспорт-импорт операцияларидан кўра, халқаро капитал ва молия тизимининг ликвидлилиги асосий омил эканлиги кўрсатмоқда.

Инкироз шароитида энг кўп талофот кўрганлар, асосан, диверсификациялашга улгурмаган соҳалар бўлди. АҚШ доллари курсининг пасайиб бориши, унда кредит олишдан фойда кўриш имкониятларини кенгайтишига хизмат қилди. Мамлакатларнинг ташқи қарздорлиги янада ортиб борди. АҚШда инфляцияни жиловлаш мақсадида қайта молиялаш ставкасини кўтарилиши, ички иқтисодиётдаги қарз маблағларини қимматлашувига олиб келди. АҚШ доллари курсининг кўтарилиши эса, мамлакатларнинг долларда акс этган қарзларининг қимматлашувига таъсир этди.

²³ Пул Д. (компания ClientKnowledge, Великобритания). Где копируются валютные и процентные ставки // Точка зрения. 2009. № 1. – Б. 20-22

²⁴ Euromoney. 2009. № 1. P. 22.

²⁵ www.cbr.ru/statistics/

Инкирознинг халқаро валюта бозори тузилмасига энг катта таъсири, унинг ликвидлигини тушишида акс этди. Бу эса банклараро кредит бозорида фоиз ставкаларининг кўтарилиши ва қайта молиялаш операцияларига бўлган талабнинг янада ортишига олиб келди. Марказий банкларнинг банк тизими ликвидлигини таъминлаш мақсадида тузган своп битимлари кескин ортди. Масалан, Россия Марказий банки томонидан 2008 йилнинг 4-чорагида своп операциялари улуши, аввалги кварталга нисбатан 42,4% дан 53% гача ортганини кўрсатди.²⁶

Асосий валюталар курсининг ўзгариш динамикаси, инвесторлар ва валюта операциялари тузилмасига сезиларли таъсир этди. Валюта бозорлари янги шароитга кўника бошлади. Халқаро Forex бозори CLS тизими ёрдамида, барқарор фаолият юритмоқда ва кунлик ўртача 500-600 мингта тўлов ҳужжатлари ижросини таъминламоқда.²⁷

Кризис халқаро банкларда спред кўламини кенгайтириш ҳисобига, даромадларини ортишига ёрдам берди. Forex бозорида айланма маблағлар ортинининг асосий омили, хедж фондларини сотилиши ҳисобланади. Инвесторлар хедж фондларида жойлаштирилган маблағларни олишлари билан, активларни мажбуран сотилиши ва валюта пози-

²⁶ Мишина В. Ю., Москалев С. В., Федоренко И. Б. Влияние кризиса на объемы, структуру и тенденции развития валютного рынка // Денги и кредит. – Москва. 2009. -№4. –С. 12-24.

²⁷ <http://www.cls-group.com/Pages/default.aspx>

цияларини кутилмаганда ёпилиши содир бўла бошлади. Ушбу ҳолат, валюта курсининг юқори даражада тебариниши шароитида юзага келди. Кескин тебаринишлар, катта ҳажмдаги операциялар ва спред кўламининг кенглиги, маркет-мейкерлар учун қулай шароит яратди. Шу тарзда қийинчиликларнинг, ҳисоб-китоб rischi ва кредит riskини тўғри баҳолаган шароитда имкониятларга айланиши содир бўлди.

Сўнги йилларда халқаро валюта бозори ривожланишининг асосий тенденцияларидан бири, анъанавий дилерлараро савдо улушининг қискариши ҳисобланади. 2007 йилда Forexда, уларнинг улуши ўртача миқдорда 43%ни ташкил этди, 1992 йилда эса воситачилар улушига бозорнинг 69%, 1995 йилда 64% тўғри келган.

Бу даврда Forex бозоридаги операциялар, дилер ва миждоз ўртасидаги савдолар (бошка молиявий ва номолиявий институтлар) юқори суръатларда ортиб борди. Инкироз шароитида ҳам ушбу операциялар ўз салмоғини сақлаб қолди ва 2008 йилнинг октябр ҳолатига кўра АҚШ валюта бозорида уларнинг улуши 30%ни, Буюк Британияда эса 40% ташкил этди (6-жадвал).

Халқаро молиявий инфратузилма ривожланишининг яқол тенденцияси бўлиб, «exchange-style systems» деб ном олган тизимларнинг кенгайиши ҳисобланади. Мутахассисларнинг баҳоларига кўра, Forex бозоридаги «ташкилий» айдончаларнинг

**Асосий жаҳон молия марказларидаги спот
операцияларнинг контрагентларга кўра
тузилмаси, %**

Контрагентлар	Буюк Британия		АҚШ	
	2008 Апрель	2008 Октябрь	2008 Апрель	2008 Октябрь
Дилерлар билан	43,6	41,3	27,7	29,3
Банклар билан	28,3	26,7	38,2	41,0
Бошқа молиявий ташкilotлар билан	19,4	23,6	28,2	25,0
Бошқа номолиявий ташкilotлар билан	8,7	8,4	6,0	4,7

Манба: Results of the Semi-Annual FX Turnover Surveys. FXJSC.-London, 2009. –P. 9;

Foreign Exchange Committee Releases FX Volume Survey Results. FXC. – New York, 2009.-P.4

улуши 15-20% ўртасида ўзгармоқда. Масалан, ҚШда турли электрон савдо тизимлари орқали 2008 йилнинг апрел ойида 22% валюта операциялари ўтказилган бўлса, октябр ойида бу кўрсаткич 26,1%ни ташкил этди.²⁸

Инкироз шароитида барча бозорларда контрагент rischi, биринчи ўринда кўриладиган riskка айлангани ҳолда шу жумладан, валюта бозоридаги ништи-рокчилар ҳам ташкилий савдо ва хавфсиз, ка-

²⁸ Foreign Exchange Committee Releases FX Volume Survey Results. FXC. New York, 2009.-P.4

фолатланган ҳисоб-китоблардан фойдаланишга ҳаракат қиладилар. Бунинг исботи сифатида 2008 йилнинг сентябрида CLS тизими орқали ўтган жами 4 тлн. АҚШ долларига тенг 700 мингта тўлов ҳужжатларини келтириш мумкин.

Ҳозирги кунда халқаро валюта бозори замонавий технологияларга асосланган савдоларга таянмоқда. Халқаро ҳисоб-китоблар банки маълумотларига кўра, электрон савдо тизимлари ва айниқса алгоритмик савдолар ҳажми сўнгги йилларда юқори суръатларда ривожланмоқда.

Буюк Британиянинг ClientKnowledge компанияси валюта бозоридаги уч тоифа иштирокчилар, хедж фондлари, глобал ва ҳудудий банклар фаолиятини таҳлил қилиб, уларда қўлланиладиган котировкаларни шакллантириш усуллари ва ликвидликни бошқариш йўллари бўйича тадқиқот натижаларини келтирган.²⁹

Таҳлил жараёнида нархни аниқлаш, котировкаларни эълон қилиш, аризалар ижроси ва рискни бошқариш тартибини ўз ичига олган автоматлашганлик даражаси аниқланган. Тадқиқот натижалари, валюта бозорида автоматлашганлик даражасига кўра, хедж фондлари биринчи ўринни эгаллашини кўрсатди (жумладан, хедж фондларида 50%, глобал банкларда 33%, ҳудудий банкларда 25%). Битим

²⁹ Пул Д. (компания ClientKnowledge, Великобритания). Где соп-рикасаются валютные и процентные ставки // Точка зрения. 2009. № 1. – Б. 20-22

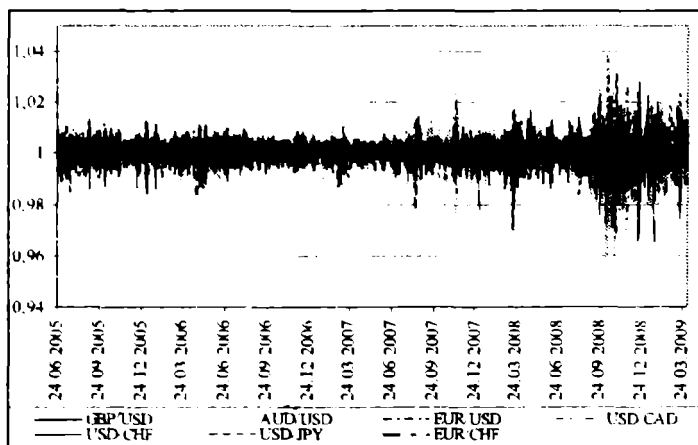
учун қулай нархни аниқлаш мақсадида мураккаб арбитраж стратегиялари ва миқдорий алгоритмлардан фойдаланиш зарурати, хедж фондларида автоматлаштириш жараёнининг бошқаларга нисбатан юкори даражада бўлишига сабаб бўлган. Шундай бўлсада, юзага келган инқироз бозордаги барча иштирокчиларни автоматлашишга бўлган эътиборини кучайтиришни талаб этди.

Инқироз шароитида валюта бозоридаги операциялар ҳажмининг қисқаришини, савдо механизми самарадорлигини ошириш орқали олдини олиш мумкинлиги маълум бўлди.

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқироз шароитида валюта бозоридаги асосий ўзгаришлардан бири бўлиб, 2008 йилнинг иккинчи ярмидан бошлаб, валюта курсларининг кескин тебраниш даражасини ортиши ҳисобланади (7-расм). Бундай шароитда риск даражасининг ортиши, рискни бошқариш тизимини такомиллаштириш билан бирга валюта позицияларини ёпишда оператив таъсирчанликка эга бўлишини талаб этилади.

7-расмдан тебранишлар айниқса, 2008 йилнинг ноябр ойида жуда кучли бўлганини кўриш мумкин. Бу пайтда АҚШ даги ипотека инқирози натижасида Европадаги йирик молия институтлари катта миқдорда зарар кўрган, кўплаб хедж фондлари ёпилган. АҚШдан бошланган инқироз, доллар курсига аввалиги таъсир этмади, аксинча бошқа мамлакатларда хусусан, Европада инқирознинг авж

АҚШ долларини асосий валюталарга нисбатан тебранувчанлиги

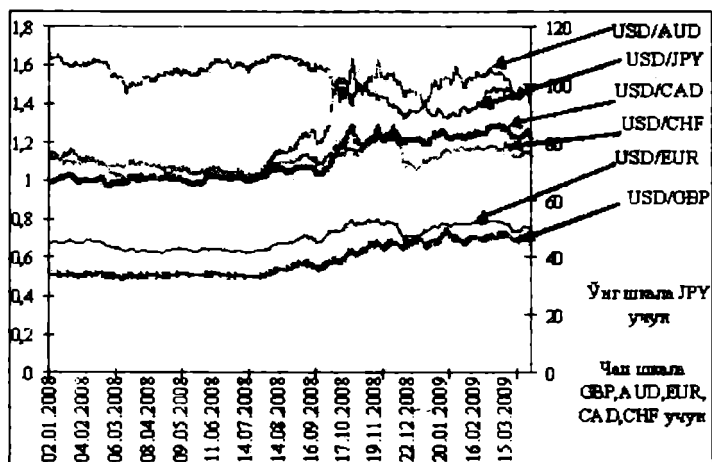


7-расм

олиши натижасида евро, АҚШ долларига нисбатан девальвацияланиб борди. Бундан ташқари, АҚШ доллари нафақат евро, балки бошқа асосий валюталарга нисбатан 2008 йил охирида кадри кўтарилиб борди (8-расм).

8-расмда кўриб турганимиздек, АҚШ доллари 2008 йил сентябридан бошлаб, деярли барча асосий валюталарга нисбатан кадри кўтарилган, биргина йенанинг курси, долларга нисбатан кадри кўтарилганини кўриш мумкин. АҚШ долларининг ревальвацияси айниқса, товар валюта бўлган Австралия

АҚШ доллари курсининг асосий валюталарга нисбатан ўзгариш динамикаси



8-расм³⁰

доллари ва Канада долларларида сезиларли бўлган. Япония йенаси халқаро валюта бозорида бўш капитални сақлаш объекти бўлгани учун, доллар йенага нисбатан қадрсизланган. Бундан ташқари Японияда инкирознинг таъсири, асосан, реал секторда сезилган. Япония ишлаб чиқариши учун асосий бозор бўлган АҚШда, талабнинг қисқариши билан экспорт ва ўз навбатида мамлакат ишлаб чиқариши ҳам сезиларли қисқарди.

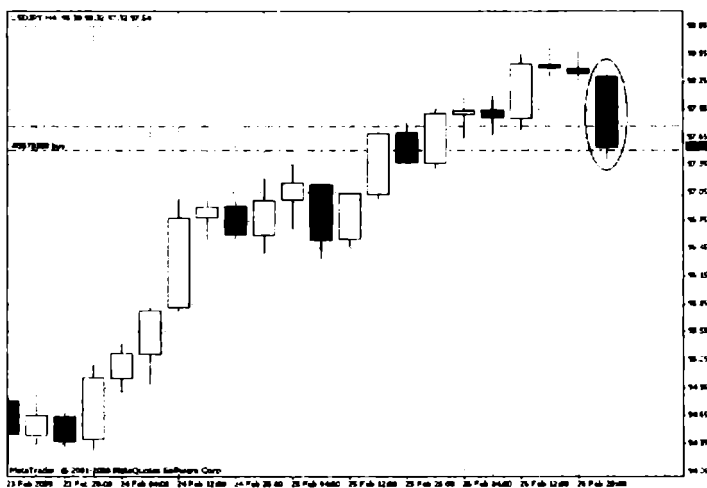
³⁰ Расм муаллифлар томонидан Meta.com маълумотлари асосида тайёрланган. Расмда динамикани аниқроқ кўриш мақсадида барча валюталар АҚШ доллариға нисбатан тесқари котировқаси олинган (жумладан, GBP, EUR, AUD курслари муаллиф томонидан ҳисобланган)

Шунингдек, молиявий-иқтисодий инқироз даврида валюта курсига таъсир этувчи фундаментал омилларни ҳам аниқ кўриш имкони бўлди. Турли сиёсий, иқтисодий сабабларга кўра, асосий валюталар динамикасида қисқа даврларда сезиларли силжишлар пайдо бўлиб турди. Айтиш жоизки, бундай ҳолатлар айниқса инқироз даврида кўплаб кузатилди.

Ушбу ҳолатлар одатда, ой охири ёки бошида мамлакатларнинг асосий макроиқтисодий кўрсаткичлари эълон қилинганда юзага келар эди. Инқироз шароитида турли мамлакатларда, инқирозга қарши тадбирларнинг қабул қилиниши ва амалга оширилиши билан боғлиқ маълумотлар туфайли, валюталар курсларида турли йўналишларда ўзгаришлар содир бўлди. Шундай ҳолатлардан бирини 26 февралда Япония йенаси динамикасига нисбатан кузатиш мумкин (9-расм).

9-расмда белгиланган қора рангли шам, курс ревальвацияланганини кўрсатади. Бунга Япония ҳукуматининг фонд бозорини қўллаб қувватлаш мақсадида йирик компаниялар акцияларини харид қилиши тўғрисидаги хабари сабаб бўлган, натижада йена курси долларга нисбатан қарийб 70 пунктга кўтарилган. Япония фонд бозорида қайд этилган ўзгаришлар, сўнгги 20 йилдаги энг паст кўрсаткичга эга бўлган. Фонд бозорида қимматли қоғозлар баҳосининг тушиши, биринчи навбатда аксарият акциядорлик компанияларига эга бўлган Япония банкларининг капиталига салбий таъсир этади.

Япония йенасининг 2009 йил 23 – 26-февралдаги ўзгариши динамикаси



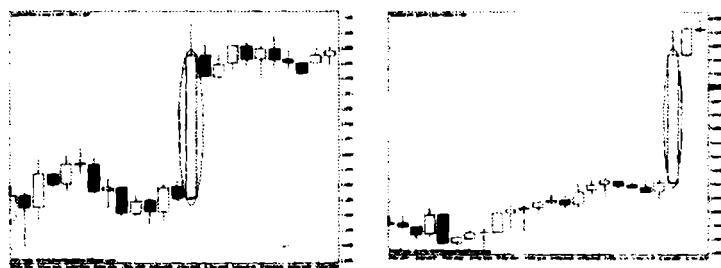
9-расм

Халқаро валюта бозорида инқирозга қарши чораларни қўллаш натижасида валюта курсидаги ўзгаришларни Швейцария франкида ҳам кузатиш мумкин (10-расм).

Швейцария Марказий банки, франкдаги уч ойлик кредитлар бўйича мақсадли фоиз ставкаларини кутилгандан 0,25% пастга туширди ва 0,0-0,75% оралиғи бўйича жорий ставка диапазонини белгилади. Бу инқироз шароитида арзон пул сиёсатини танланган навбатдаги мамлакат бўлди. Бундан

ташқари, хабарларда Банк ҳукумат облигацияларини харид қилиши ва франк кадрини ошишини олдини олишга қаратилган интервенцияни амалга ошириши кутилаётгани айтилган.

Швейцария франкини АҚШ доллари ва еврога нисбатан 2009 йилнинг 10-20 мартдаги ўзгариш динамикаси



10-расм

Швейцария Банкнинг мазкур қарори, 10-расмда ақс этганидек 3 соат ичида АҚШ доллари ва еврога нисбатан кескин қадрсизланишига сабаб бўлди. Девальвация долларга нисбатан, 350 пункт, еврога нисбатан, 450 пунктга бўлган миқдорни ташкил этди. Бундан ташқари евронинг долларга нисбатан тезроқ девальвацияланиши, доллар кадрини кўтарилишига сабаб бўлди ва 1,2830 бўлган курс Банк қароридан сўнг 1,2750 гача, яъни 80 пунктга тушди.

Навбатдаги сезиларли тарзда юз берган ўзгариш, АҚШ долларининг 18 мартдаги девальвацияси бўлди (11-расм). Бунга АҚШ Федерал заҳира тизими Кенга-

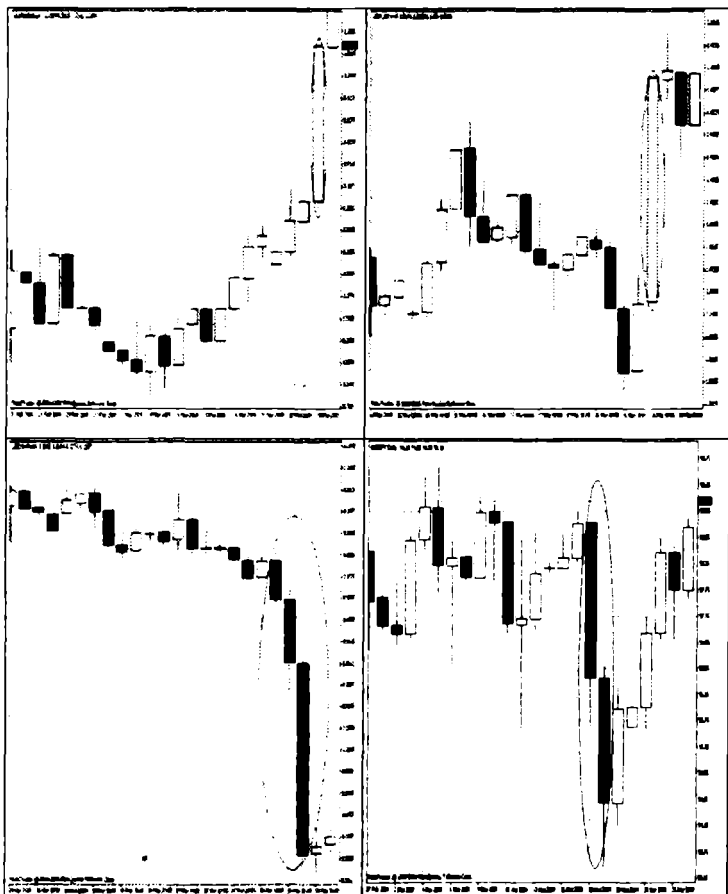
шининг йиғилиш натижалари сабаб бўлди. Кенгашнинг инкирозга қарши дастурни молиялашни кенгайтириш тўғрисидаги қарори, бозорда қисқа фурсат ичида тарқалди. Кенгайтирилган дастурни қўшимча молиялаш, 300 млрд. АҚШ доллари миқдорида узоқ муддатли газначилик облигацияларини харид қилиш ва 750 млрд. АҚШ доллари миқдорида ипотека бўйича ставкаларни тушириш учун йўналтирилган кредитлаш дастурини кенгайтиришга қаратилди.

EUR/USD жуфтлиги 526 пунктга кўтарилди, GBP/USD қисқа муддатда 304 пунктни қайд этган бўлса, USD/CHF 370 пунктга, JPY/USD (201) пунктга тушди. Товар валюталар ҳам ушбу даврда сезиларли кўтарилиб олди, жумладан AUD/USD 0,6567 дан 0,6818 гача курсгача кўтарилди, NZD/USD эса 0,5292 дан 0,5475 гача тушди, USD/CAD жуфтлиги 1,2681 дан 1,2480 ни қайд этди ва тушишда давом этди.

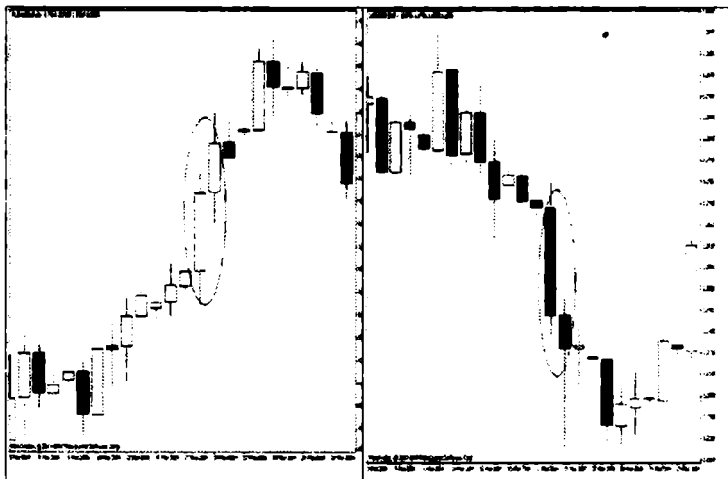
Қуйидагилардан хулоса қиладиган бўлсак, жаҳон молиявий-иқтисодий инкирози шароитида валюта бозорида қуйидаги ўзгаришлар юзага келди:

– бозор ҳажмидаги ўзгаришлар. Бозор ҳажмининг ортиши асосан, хедж фондлари активларининг сотилиши ҳисобига таъминланди. Муддатли битимлар бозорида, хеджирлаш инструментларининг асосий турлари бўйича ўтказилган операциялар қисқарди, ликвидликни таъминлаш мақсадида қўлланиладиган ҳосилавий инструментлар ҳажми ортди.

АҚШ доллари курсининг 2009 йил 10 – 20 мартдаги ўзгариш динамикаси



11-расм



11-расм давоми

– тебариниш даражасидаги ўзгаришлар. Инқироз шароитида шубҳасиз молия бозорларида нобарқарорлик ортади. Валюта бозорининг нобарқарорлиги 2008 йил сентябридан бошланди.

– иштирокчилар таркибидаги ўзгаришлар. Анъанавий дилерлараро савдо улушининг қисқариши давом этди. Инқироз шароитида дилер ва миждоз ўртасидаги савдоларнинг юқори суръатларда ўсиши кузатилди.

– валюта курси динамикасидаги ўзгаришлар. Валюталар курсидаги ўзгаришлар нафақат молиявий инқироз балки унга қарши кўрилаётган чоралар натижасида ҳам юзага келган.

Аввалида молиявий сектордан бошланган ва ўз таъсирини реал иқтисодиётга ҳам ўтказа олган молиявий-иқтисодий инкироз, валюта бозорининг ҳолатини белгилашда экспорт-импорт операцияларидан кўра, халқаро капитал ва молия тизимининг ликвидлиги, асосий омил эканлиги кўрсатди.

III ҚИСМ. СПОТ БИТИМЛАР ВА СПОТ ОПЕРАЦИЯЛАРИГА ТАЪСИР ЭТУВЧИ ОМИЛЛАР

3.1. Спот - битимлар

Форекс спот-битими бу—одатда битим оширилган санадан кейинги иккинчи иш кунида етказиб бериш шарти билан бир валютанинг иккинчи валютага сотиб олиниши ёки сотилишидир. Икки иш куни, битим хужжатларини расмийлаштиришни ташкил этиш, нақд пулни ўтказиш, ҳамда айрим ҳолларда ҳисоб-китоблар амалга оширилиши лозим бўлган мамлакатлардаги турли вақт худудларини қоплаш учун қолдирилади.

Спот-битими амалга ошириладиган курс спот-курс деб аталади, ҳисоб-китоблар санаси эса — валюталаш санаси ёки «валюталаш спот санаси» дейилади. Шу санада битимда иштирок этаётган томонларнинг ҳар бири контрагент ҳисобварағига маблағ киритиши лозим.

Бир қатор ҳолатларда соат минтақаларидаги вақтнинг фарқланиши, жорий конвертациялаш операциялари «спотгача», яъни бутун (today ёки tod) ёки эртага (tomorrow ёки tom) санаси билан амалга оширишга имкон беради. Бундай битимлар, мисол учун, россия рублига нисбатан доллар билан амалга оширилади.

Иш кунлари шанба ва якшанбаларни, шунингдек валютасида битим амалга ошириладиган ҳар қандай

мамлакатнинг банки дам олиш кунларини ўз ичига олмайди. Масалан, агар Швейцария франкига нисбатан АҚШ долларидаги битим 2000 йил 26 май, жума куни амалга оширилган бўлса, демак бу ҳолатнинг спот-санаси 2000 йил 2 июнь бўлган. Шанба ва якшанба кунлари, шунингдек 29 май – АҚШ байрами, 30 май ва 1 июн – Швейцарияда дам олиш кунлари бундан мустасно.

Банкларо спот-курслар, бу – спот битимлари учун сотиб олиш ва сотишнинг жорий нархларидир. Бутун дунёда стандартлаштирилган услубга кўра, ҳар бир жуфт валюта котиروлкаланади. Шу билан бирга алмаштириш курси котировкалари, ички бозорда халқаро форекс бозоридагидан фарқланиши мумкин. Бунинг учун алмаштириш курси котировкаларининг қуйидаги жиҳатларини тушунтириш лозим:

- ISO / SWIFT кодлар;
- базавий валюталар ва котировкаловчи валюталар;
- бевосита ва билвосита котировкалар;
- пипслар (пунктлар) ва катта фигуралар;
- bid (бид– сотиб олиш) ва offer (ёки ask –сотиш) курслари;
- спред;
- ISO валюта колдиклари.

Халқаро стандартлар ташкилоти (International Standart Organization) ҳар бир валютани учта ҳарфдан таркиб топган код билан белгилайди. Даствлабки икки

харф одатда мамлакат номини, учинчи харф эса валютани ифодалайди, шундай бўлса-да, айрим истиснолар ҳам мавжуд. Бу кодлар СВИФТ тизими орқали ўтувчи банкларро хабарларда, халқаро банклар томонидан қўлланади ва халқаро стандартга айланган.

Савдо-сотикда қўлланадиган асосий воситаларнинг, шунингдек мазкур қўлланмада мисол тариқаси фойдаланилган валюталар рўйхати:

SWIFT– кодлар

- ATS – Австрия шиллинги
- AUD – Австралия доллари
- CAD – Канада доллари
- CHF – Швейцария франки
- DKK – Дания кронаси
- EUR – Евро
- FIM – Финландия маркаси
- GBP – Англия паунти
- HKD – Гонконг (Сянган) доллари
- IDR – Индонезия рупийси
- IEP – Ирландия паунти
- IND – Ҳинд рупийси
- JPY – Япон йенаси
- NLG – Нидерланд гулдени
- NOK – Норвегоя кронаси
- NZD – Янги Зеландия доллари
- RUB – Россия рубли
- SAR – Саудия риёли
- SEK – Швед кронаси

SGD – Сингапур доллари
TRL –Туркия лираси
USD – АҚШ доллари
UZS – Ўзбек сўми
ZAR – Жанубий Африка ранди.

Спот-курслар ўзгарувчи валюта (котировка валютаси) бирликлари миқдорига нисбатан, базавий валюта бирлиги сифатида котировка қилинади.

Базавий валюта 1 бирлиги = ўзгарувчи валюта X бирлигига тенгдир. Шартли равишда, алмаштириш курси эслатилганида, базавий валюта биринчи бўлиб айтилади ёки чапдан ёзилади, ўзгарувчи валюта эса иккинчи бўлиб, ўнгдан ёзилади.

Масалан,

Базавий	Ўзгарувчи валюта
валюта	котировка валютаси

АҚШ доллари / Швейцария франки USD / CHF
Фунт стерлинг/йена GBR /JPY
Евро/ доллар EUR/ USD

Агар спот-курс EUR-USD (евро-доллар) учун 1,3200 ни ташкил этса, бу шуни англатадики, бир евронинг нархи 1,32 долларга тенг.

Халқаро бозорларда айрим валюталар алмаштириш курсларини котировка қилишда, анъанавий равишда базавий миқдор сифатида қабул қилинади. Бир қанча валюталар АҚШ долларига нисбатан котировкаланади, 1 USD = X бошқа валюта бирлиги.

GBP ва эски «стерлинг ҳудуди»нинг айрим валюталари, мисол учун AUD ва NZD кабилар бундан мустасно. Бунга қўшимча равишда EUR доимо, бошқа барча валюталарга базавий валюта сифатида қўлланади.

Ички бозорларда баъзан, алмаштириш курсини тескари тартибда котировкалаш кулай. Бевосита котировка хорижий валютанинг қатъий (белги-ланган) миқдорига нисбатан миллий валютанинг ўзгарувчи миқдори курсини беради. Масалан, $1\text{USD}=1270\text{ UZS}$ миллий валютанинг қатъий миқдорига (одатда бирликларда) нисбатан, (қарши) хорижий валютанинг ўзгарувчи миқдори курсини берувчи котировка билвосита (ёки тескари) котировка дейилади. Буюк Британия билвосита котировкалар тизимини қўлловчи кам сонли мамлакатлар сирасига киради. Лондонда АҚШ доллари, бир инглиз фунт стерлингига «п» миқдордаги АҚШ доллари сифатида котировкаланади.

Мисол учун, АҚШ доллари ва швейцар франки ўртасидаги алмаштириш учун $\text{USD} / \text{CHF} = 1,7220$.

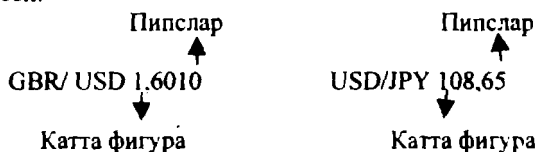
Швейцариялик савдогар учун: 1 АҚШ долларига 1,7220 Швейцария франки бевосита котировка бўлади; 1 Швейцария франки $1/1,7220=0,5807\text{ USD}$ (ёки 58,07 цент) билвосита котировка бўлади. Шу тарзда, бевосита котировка = $1/0,5807$ билвосита котировка.

Алмаштириш курсининг охириги икки рақами пункт (points) ёки пипс (pips), колган қисми катта фигура деб аталади.

1 пипс центнинг юздан бир улушини ташкил этади, деб қабул қилинган. Мисол учун, 0,0001 USD, EUR 0,0001, GBP 0,0001. Лекин истиснолар ҳам мавжуд. Масалан, доллар-йена котировкасида пипс йенанинг юздан бир улушига тенг (JPY 0,01), ўзбек сўми котировкасида ҳам худди шундай (UZS 0,01).

Алмашув курсларини котировкалашда одатда бешта рақам берилади, уларнинг дастлабки учтаси базавий рақамни ташкил қилиб, дилерлар тилида «катта фигура» (big figure) деб аталади.

Мисол:



Алмаштириш курслари асосан сотиб олиш курси Bid ва сотиш курси – Offer ёки Ask сифатида берилади. Bid томони кўрсатган курс бўйича нархни котировкаловчи (берувчи) банк, яъни маркет – мейкер миждан базавий валютани сотиб олади, Offer томони эса маркет – мейкер миждан базавий валютани сотадиган курсни кўрсатади.

Мисол:

Bid Offer
EUR/USD 0,9652 / 0,9657 (ёки 0,9652/57)

Муаммоларга дуч келмаслик учун ёдда тутиш лозимки, агар маркет-мейкер базавий валютани сотиб олса (яъни, котировкалаш валютасини сотса), бу ҳолда миждоз шу курс бўйича базавий валютани сотиши (яъни, битим амалга оширилишидаги котировка валютасини сотиб олиши) мумкин. Offer томонида ҳам айнан шундай бўлади.

Назаримизда, базавий валютани бирон бир товар сифатида кўриш мақсадга мувофиқ: маркет-мейкер доим бу товарни имкон қадар арзон нархда сотиб олишни ва иложи борида қимматроқ нархда сотишни мўлжаллайди. Қабул қилинган қоидага биноан, котировкалашда сотиб олиш курси чапдан котировка қилинади, сотиш курси эса ўнгдан.

Спрэд – сотиб олиш ва сотиш нархлари ўртасидаги фарқ. У маркет-мейкернинг маржасини ифодалайди. Курснинг кучли тебранишлари юз бермаганлиги шарти билан спрэд, маркет-мейкерга даромад олиш имконини беради. Фараз қилайлик, дилер миждоздан долларга айрибошлаш эвазига 0,9315 курси бўйича 1 млн. EUR сотиб олади.

Валюталаш санасида:

Банк олади	+EUR 1,000,000
Банк тўлайди	- 931000 USD
Банк тўлайди	- EUR 1,000,000
Банк олади	+ 931500 USD
	<hr/>
	0 + 500 USD

Албатта, дилернинг бундай даромад олишини ҳеч ким кафолатламайди, чунки бозор бекарор бўлиб, ҳар дамда ўзгариб қолиши мумкин. Шунга қарамадан, кенгрок спрэд дилернинг фойда олиш имкониятларини оширади ва шу боис **спред** дилернинг курсини котировкалаб, ўзини хатарга қўйиши эвазига оладиган компенсацияси дейиш мумкин. Спрэд миқдори битим суммасига ва ҳар бир битим хатарига боғлиқ. Юқори ликвидли бозорда спред кичик бўлади, чунки дилернинг кичик ликвидли бозордагига қараганда позицияни фойда билан ёпиш имкони кўпроқ бўлади.

Форекс бозорида савдо қилувчи банклар валюталарнинг ҳар бирида узун, қисқа ва ёпик позицияларни белгилаб қўяди. Валюта битимини амалга оширишда банк бир валютани харид қилади ва бошқасини сотади. Спот (дарҳол етказиб бериш) шартларида валюта етказиб бериш битимида, у сотаётган валютадаги захираларининг бир қисми сотиб олинаётганига қўйилади.

Агар банк муддатли битимни амалга оширса, бу ҳолда бир валютадаги талабларга эга бўлар экан, бошқасидаги мажбуриятларни ҳам қабул қилади. Натижада ҳар икки ҳолатда ҳам, банкнинг активларида ва пассивларида (пулли ва мажбуриятлар шаклида) икки турлича валюта пайдо бўлади, уларнинг курслари бир-биридан қатъий назар ўзгаради. Шу сабаб муайян бир пайтда актив пассивдан ортик бўлиши (фойда), ёки аксинча пассив активдан ортик бўлиши мумкин (зарар).

Банкнинг хорижий валютадаги талаблари ва мажбуриятлари унинг **валютавий позицияс**ини белгилайди.

Аник бир валюта бўйича улар тенг бўлган ҳолатда, **валютавий позиция** (ҳолат) **ёпик** деб ҳисобланади.

Очиқ валютавий позиция – бу валюта бозори иштирокчиси (банк, компания) учун хорижий валютадаги талаблар ва мажбуриятларнинг мос келмаслигидир.

Узун позиция хорижий валютадаги талабларнинг, мажбуриятлардан ортиклигини билдиради, ҳамда «+» белгиси билан ифодаланади.

Қисқа позиция хорижий валютадаги мажбуриятларнинг талаблардан ортиклигини билдиради ҳамда «-» белгиси билан ифодаланади.

Масалан, банк томонидан **1.6540** курси бўйича, швейцария франкларига 1 млн. доллар сотиб олинса, **1 млн. USD** суммага узун позиция ва **1.654000 CHF** суммага **қисқа позиция** ҳосил бўлади. Бу позициялар қуйидаги қайдлар кўринишида ифодаланиши мумкин.

+ 1,000,000 USD - 1,654,000 CHF

Валюта олди-сотдисига оид бир нечта операциялар амалга оширилганидан сўнг, дилернинг узун ва қисқа позициялари қуйидагича кўринишда қайд этилади:

Узун позиция

Сотиб олишди	Курс	Сотилди
USD 5,000,000	1.6740	
	1.6780	USD 4,000,000
	1.6695	USD 5,500,000
USD 8,500,000	1.6690	
USD 1,000,000	1.6720	
USD 14,500,000		-USD 9,500,000
		+USD 5,000,000

Қисқа позиция

Сотиб олишди	Курс	Сотилди
USD 4,500,000	1.5850	
	1.5865	USD 8,000,000
USD 6,000,000	1.5675	
	1.5750	USD 3,300,000
	1.5805	USD 6,400,000
USD 10,500,000		-USD 17,400,000
		-USD 17,400,000

Позицияни ёпиш учун узун позицияда сотиш ва қисқа позицияда сотиб олиш зарур.

Юқорида кўрсатиб ўтилганларни хулоса қилиб, қуйидагаларни қайд этиш мумкин:

– валютадаги узун позиция, бу – шундай вазиятки, бунда, банк одатда валютани кейинчалик кимматроқ (фойда олиб) сотиш мақсадида, шу валютадаги жорий мажбуриятларидан кўра кўпроқ сотиб олишидир (яъни, валютанинг хариди мажбуриятлардан ортик бўлади);

– валютадаги қисқа позиция бу – шундай вазиятқи, бунда банк одатда, валютани кейинроқ, зарур бўлиб қолганда сотиб олиш учун, ўзида

мавжуд бўлган валютани сотади (яъни, валютанинг сотилиши хариддан ортиқ бўлади). Агар банк олиб сотиш (чайқовчилик) учун қисқа позицияни эгаллаб турган бўлса, бу унинг шу валюта курси тушишини кутаётганини англатади;

– банкнинг узун позицияси ҳам, қисқа позицияси ҳам бўлмаса (яъни валютани сотиб олиш харидга тенг) позиция ёпик ҳисобланади.

3.2. Кросс – курслар

Кросс-курслар, бу – икки валюта ўртасидаги курслар бўлиб, улар шу валюталардан ҳар бирининг курсларини, учинчи валютага нисбатан белгиланганидан ҳосил бўлади. Учинчи валюта, асосан, АҚШ доллари бўлади.

Мисол: CHF /JPY ўртасидаги курсни аниқлаш учун қандай амалларни бажариш зарур.

$$\text{USD /JPY} = 108,20-108,25$$

$$\text{USD /CHF} = 1,7110-1,7120$$

USD га нисбатан, ушбу курслардан биз йена ва швейцария франки ўртасидаги кросс-курсни ҳисоблаб чиқаришимиз мумкин.

Кросс-курста базавий валюта сифатида, одатда кўпроқ қийматга эга бўлган валюта қабул қилинади. Бизнинг ҳолатда бу CHF. Демак, швейцария франкини япон йенасидаги курсини аниқлаб олиш лозим (CHF /JPY). Бизнинг мисолимизда маркет-мейкер, швейцар франкларини сотиб оладиган ва йеналарни сотадиган нарх, Bid томони, яъни харид нархи бўлади.

Модомики, бевосита CHF /JPY бозори мавжуд эмас экан, бу битим икки боскичда АҚШ доллари оркали ўтказилади. Маркет-маркер қуйидаги амалларни бажариши лозим:

1) АҚШ долларига айрибошлаш эвазига швейцар франкларини сотиб олиш.

Курс $USD / CHF = 1,7110/20$, демак, маркет-мейкер 1,7120 курсни котировкалайди.

2) АҚШ долларига айрибошлаш эвазига йенани сотиш.

USD / JPY курси 108,20/ 25га тенг. Модомики, доллар (базавий валюта сифатида) сотилар экан, банк Bid 108,20 томонни котировкалайди.

Bid томон, CHF /JPY учун $108,20 / 1,712 = 63,20$ JPY учун 1 CHF

Offer томони (яъни сотиш нархи), бу – маркет – мейкер базавий валютани, бизнинг мисолимизда CHF ни сотадиган ва котировкалаш валютасини, яъни JPY ни сотиб оладиган нарх.

Маркет-мейкер шундай операцияки, бунда АҚШ доллари иштирокида битимни амалга ошириш оркали уни икки боскичда ўтказиши мумкин:

1) CHF ни сотади ва доллар сотиб олади.
1,7110/20 котировка USD харид курси 1,7110 бўлади.

2) Бир долларга 108,25 йена курси бўйича йеналарни сотиб олади ва АҚШ долларини сотади.
USD/ JPY курси $108,25/1,7110=63,26$ JPY га 1 CHF ни ташкил этади.

Шундай қилиб, CHF /JPY кросс курси: 63,20-63,26 (63,20/26)ни ташкил этади.

Кросс-курсларни ҳисоб-китоб қилишда, қайси валюта учинчи валютага нисбатан, котировкаларда қайси курс бўйича сотиб олинаётгани ёки сотилаётганини аниқ белгилаб олиш лозим.

Турли валюталар базавий бўлиб ҳисобланишига мисол:

$$\text{GBP/USD} = 1,6240/45$$

$$\text{USD/JPY} = 105,70/75$$

GBP – USD курси қуйидаги тарзда ҳисобланади:

Маркет-мейкер Bid томонини олиши учун:

– 1,6245 курс бўйича долларга фунт стерлинг сотиб олади;

– 105,70 курс бўйича йеналарини сотади ва доллар сотиб олади;

– Bid $1,6240 \times 105,70 = 171,66$.

СВР котировкалар базаси сифатида қабул қилинади.

Маркет – мейкер Offer томонидан олиш учун;

– 1,6245 курс бўйича USD эвазига GBP сотади;

– 10,5,75 курс бўйича JPY сотиб олади ва USD сотади;

– Offer = $105,75 \times 1,6245 = 171,79$

GBP/JPY кросс-курси, GBP/JPY = 178,66 - 171,79 ни ташкил этади.

Кросс-курсларни ҳисоблаш учун қоидалар

Кросс-курсадаги валюта Ҳар икки валюта олдда USD га нисбатан котиrowкаланади (яъни битта базага эга булади) Валюталардан бирин олдда АҚШ долларарида котиrowкаланади.

Ўтгарувчи USD/RUB 27.50 - 27.70

USD/CHF 1.6330/35

Булилади



Кутайтирилади ↓ ↑

USD/DEM 2.0410/15

GBP/USD 1.5852/57

Кросс-курс DEM/RUB 3.47/13.57

GBP/CHF 2.06203/2.6219

Кросс-курсадаги валюта

Ҳар икки валюта олдда АҚШ долларарида котиrowкаланади

Бахвий валюта EUR/USD
Булилади

0.9622/26

Ўтгарувчи валюта GBP/USD
Кросс-курс EUR/GBP

1.5614/19

0.6160/0.6165

3.3. «Спот» операциясига таъсир этувчи омиллар

Халқаро бозорларда ўтказиладиган спот шартларидаги битимларнинг, 90 фоиздан ортигини, чайковчилик мақсадидаги битимлар эгаллайди. Операцияларни амалга оширишда дилерлар муайян омилларга таяниб, максимал фойда олиш ва хатарлардан хеджирланиш мақсадида, ўз фаолиятининг стратегиясини ишлаб чиқади. Валюта арбитражининг стратегияси вариантларини кўриб чиқамиз.

Валюта арбитражи, валюта курсларининг фарқи ҳисобига фойда олишни англатади. Валюта арбитражининг икки турини фарқлаш лозим: мақонли ва даврий.

Мақонли арбитраж – бу бир вақтнинг ўзида турли банклардаги, валюталар курси ўртасидаги

фарқдан фойдаланиш ҳисобига фойда олишдир. Масалан, дилер Нью-Йорк банкига, 1,6110 курси бўйича долларга фунт стерлинг сотади ва 1,6108 курси бўйича Лондон банкидан сотиб олади. Жаҳон валюта бозорларида маконли арбитраж, муайян даврга қадар бир мунча кенг тарқалган тури эди. Лекин замонавий алоқа воситалари ёрдамидаги ҳисоб-китоблар тизимининг ривожланиши билан у, ўзининг аввалги аҳамиятини йўқотди.

Даврий арбитраж – бу бир курс бўйича чайковчилик мақсадидаги позицияларнинг очилиши ва муайян вақт ўтиши (бир неча дақиқадан, бир неча ойгача) билан бошқа ўзгарган курс бўйича кейинчалик ёпилиш ҳисобига фойда олиш. Валюта арбитражининг ҳозирда кенг тарқалган бу тури дилернинг алмаштириш курсидаги қулай ўзгаришга мўлжал қилишига асосланар ва валюта позицияларини очишда, зарар кўриш хатарини қабул қилиш билан характерланади.

Валюта курсининг ҳаракати йўналишини (демак валюта арбитражининг тактикасини) белгиловчи, валютани сотиб олиш ёки сотиш тўғрисидаги қарор қабул қилишига, қуйидаги 3 гуруҳ омиллар таъсир этади:

- фундаментал;
- техникавий;
- қутилмаган қисқа муддатли.

Улар муфассалроқ кўриб чиқилади.

3.3.1. Фундаментал омиллар таҳлили

Фундаментал омиллар, ўрта муддатли истиқболда амал қилувчи, валюта бозори иштирокчиларига ва валюта курси даражасига таъсир кўрсатадиган, миллий иқтисодиёт ҳолатининг ҳал қилувчи макроиктисодий кўрсаткичлари бўлиб хизмат қилади.

Валютани сотиб олиш ёки сотиш тўғрисида қарор қабул қилувчи валюта дилерлари, мазкур макроиктисодий индикаторнинг қиймати тўғрисидаги хабар, мониторинглар экранда пайдо бўлиши биланок, бир қатор саволларга дарҳол жавоб беришлари шарт. Банк томонидан олинган фойда ёки зарар миқдори, уларнинг жавоблари қанчалик тўғрилигига боғлиқ.

Биринчи савол:

Ангиликлар (иктисодий индикаторлар) бозор умидларига мувофиқми?

Банкларнинг дилерлари, иқтисодий кўрсаткичнинг дастлабки прогноз (тахмин)ларини билганликлари боис, кўрсаткич эълон қилинган дастлабки сонияларданок, улар тахминни ва қийматини таққослайдилар. Кўрсаткичнинг тахмин қилинган ва реал қиймати мос келган ҳолларда, одатда валюта курсининг кучли силжиши рўй бермайди.

Иккинчи савол:

Пайдо бўлган маълумотлар ижобийми ёки салбийми?

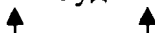
Ижобий маълумотлар валюта курсининг ўсишига олиб келади, салбийлари эса аксинча, унинг пасайишига олиб келади.

Таҳлил жараёнида қуйидаги фундаментал омиллар кўриб чиқилади:

1. Ялпи миллий маҳсулот –ЯММ

ЯММ миллий иқтисодиёт аҳволининг муҳим кўрсаткичи ҳисобланади ва таркибий элементлар сифатида, унча йирик бўлмаган иқтисодий индикаторларни яъни, истеъмол, инвестициялар, давлат харажатлари, экспорт, импортни ўз ичига олади.

ЯММ ва валюта курси ўзгаришлари ўртасида бевосита боғлиқлик мавжуд:



ЯММ – Валюта курси

ЯММ нинг ўсиши иқтисодиётнинг умумий яхши аҳволини, саноат ишлаб чиқаришининг ортишини, хорижий сармояларнинг иқтисодиётга оқиб киришини, экспорт кўпайишини англатади, бу эса хорижликларнинг миллий валютага эътиборидан далолат беради. ЯММ ўсишининг бир неча йиллар мобайнида давом этиши, иқтисодиётнинг «кизиб кетишига», инфляция тенденцияларининг ўсишига ва валютага талабни кўтарилишига олиб келади.

2. Реал фоиз ставкаси

Мазкур омил ниҳоятда муҳим, чунки у мамлакат иқтисодиётига қўйилмаларнинг даромадлилигини (банк депозитлари бўйича фоизлар, облигацияларга қўйилмалар бўйича даромадлилик, ўртача фойда меъёрининг даражаси ва ҳақозо) белгилайди. Фоиз ставкалари ва курс ўзгаришларини ҳисоблашда реал

фоиз ставкаларини, яъни инфляция чегириб ташланган номинал фоизни назарда тутиш керак. Бунда, агар номинал ставкалар инфляциянинг ва ЯММИнинг ўсишидан кўра секинроқ кўтарилса, валюта курси ҳатто пасайиши ҳам мумкин.

3. Ишсизлик даражаси

Бандлик омили иккита миқдорда кўрилиши мумкин: ишсизлик даражасида ёки унинг зидди бўлган кўрсаткига – бандлик даражасида. Валюта курси ва ишсизлик даражаси ўртасида тескари боғлиқлик мавжуд:

Ишсизлик – Валюта курси

↑ ↓

Индустриал (саноат) жиҳатдан ривожланган мамлакатлар учун, тўлиқ бандликнинг макроиктисодий аҳволига, тахминан 6 фоизга тенг бўлган ишсизлик даражаси мувофиқ келади.

4. Инфляция

Нархлар даражаси ўзгаришларининг икки кўрсаткичи фарқланади:

PPI (Producer Price Index) - ишлаб чиқариш нархларининг ўзгариши (саноат товарларининг улгуржи турлари учун). Бу инфляциянинг дастлабки аломати, чунки ишлаб чиқариш нархлари, истеъмол нархларига кўшилади.

CPI (Consumer Price Index) - Истеъмол нархлари индекси, инфляция даражасининг бевосита (тўғридан-тўғри) кўрсаткичи.

Инфляция аҳволига таъсир этувчи индикаторлардан яна бири – муомаладаги пул массасининг ҳажми. Нархлар ўсишининг ортиши сабаби бўлиб хизмат килувчи бошқа бир муҳим кўрсаткич, бу давлат бюджетининг камомоди (дефицити) миқдори. Бироқ, бу кўрсаткич асосан, валюта курси ҳолатининг узок муддатли таҳлили учун қўлланади.

5. Тўлов баланси

Хориждан келадиган тушумларнинг, чет элга тўланадиган тўловлардан ортик бўлиши, тўлов балансининг мусбат (ижобий) сальдосини ташкил қилади ва миллий валюта курсининг ўсишига олиб келади. Чет элга тўланадиган тўловларнинг, тушумлардан ортик бўлиши, тўлов балансининг камомадини (манфий сальдо) ҳосил қилади ва миллий валюта курсининг тушишига олиб келади:

\updownarrow Дефицит, \downarrow Манфий сальдо – \downarrow Валюта курси.
 \downarrow Профицит, \uparrow Мусбат сальдо – \uparrow Валюта курси.

6. Саноат ишлаб чиқариши индекси

Алмаштириш курси даражасига, худди ЯММ кўрсаткичи каби, саноат ишлаб чиқаришидаги ўзгаришлари ҳам бевосита таъсир кўрсатади:

\uparrow Саноат ишлаб чиқариши – \uparrow Валюта курси.

Фундаментал омиллар, одатда, кутилган таъсирни кўрсатади, аммо уларни қўллашда эҳтиётликка риоя этиш керак. Валюта дилери, бу омиллардан ҳеч

бирини, тахмин қилинаётган валюта курси ўзгаришининг, юз фоизлик кафолати сифатида қабул қилмаслиги керак. Амалда ҳар бир ҳолат учун бозорда бирор ҳодиса ёки кўрсаткичнинг турлича баҳолари, – оптимистик (валюта курсининг ўсишига олиб келувчи) ва пессимистик (унинг тушишига олиб келувчи) баҳолари мавжуд. Мисол тариқасида, инфляция кўрсаткичларини келтириш мумкин. Мамлакатдаги инфляция ўсишининг юқори суръатлари, қанчалик ажабланарли бўлмасин, валюта курсининг ўзгаришига ижобий таъсир этиши мумкин, чунки бозор, ҳукуматнинг жавоб тариқасида инфляцияни «тинчитиш» мақсадида фоиз ставкалари даражасини кўтаришини тахмин қилиши мумкин.

3.3.3 Техник таҳлил

Техник таҳлил – нархлар ҳаракатининг қисқа вақтдаги йўналишини башоратлаш (тахмин қилиш) мақсадида, энг аввало жадваллар воситасидаги бозор динамикаси тадқиқотидир.

Техник таҳлил – фундаментал таҳлилдан фарқли ўларок, курс ҳаракатини ҳосил қилувчи сабабларни эмас, балки курснинг ўзининг ҳаракатларини ўрганишга эътибор қаратувчи тадқиқотдир.

Техник таҳлил – бу бозор таҳлили соҳаси бўлиб, у бозорнинг хотирага эга эканлигини, курснинг келажақдаги ҳаракатиға, унинг ўтмишдаги ҳулқ-атвори қатта таъсир кўрсатишини эътироф этади, шу

аснода техник таҳлил назарияси, катта даражадаги олдиндан била олиш салоҳиятига эга.

Мазкур омилнинг изоҳи кишиларнинг ва бозорнинг руҳиятига яшириндир. Валютани сотиб олиш ва сотиш тўғрисидаги қарорнинг қабул қилинишига, таъсир этувчи фактларнинг тақрибий бир хил тўплами, ҳар сафар ўхшаш натижага – ўрта статистик бозор шароитларида (тасодифий ҳодисалардан тозаланган) валюта курси ҳаракатларининг такрорланувчи қонуниятлари ҳосил бўлишига олиб келади.

Техник таҳлил қонуниятларига қанчалик кўп одамлар ишонса, назариянинг қарор қабул қилиш жараёнига таъсири кучлироқ бўлиб, унинг валюта курси ҳаракати таъсири кудратлироқ бўлади.

Шундай қилиб, техник таҳлил куйидаги уч фаразга асосланади:

1. Бозор ҳамма нарсани ҳисобга олади.
2. Нархлар ҳаракати тенденцияларга бўйсунди (тренд-trend).
3. Ҳодисалар такрорланади.

Техник таҳлил жадваллари курсининг яъни «чарт»ларнинг таҳлили ҳисобланади. Жадвалларнинг (графикларнинг) бир қанча турлари мавжуд: чизиқли жадвал – **line chart**, гистограммалар – **bar charts**, япон шаъмлари – **candle**.

Валюта курсининг ҳаракати тўлқинсимон тарзда кечади, кўтарилиш, пасайиш билан алмашинади. Бу ҳолат, шу билан изоҳланадики, бозор, валютани сотиб олувчи дилер ва уни сотувчи дилердан иборат.

Одатга кўра, валюта курсининг ошишига умид қилувчи кишиларни «буқалар» деб, унинг паса-йишига умидворларни эса «айиқлар» деб аташади. «Буқалар»нинг ёки «айиқлар»нинг устунлигига кўра, техник таҳлилнинг муайян қонуниятлари ва фигу-ралари жамланади. Масалан, «каналлар», кўтари-лувчи пасаювчи учбурчаклар, «бош ва елка» – Head&Shoulders, Элиот тўлкини ва ҳоказолар.

Техник таҳлилда, шунингдек, махсус ҳисоб-ланадиган кўрсаткичлар, яъни валюта курсининг ҳаракатини хусусиятловчи ва унинг истиқболдаги муомаласини башорат (тахмин) қилиш имконини берувчи осцилляторлар – *oscillators* қўлланади. Қуйидаги кўрсаткичлар уларнинг қаторига те-гишли:

1. Нисбий куч индекси (RSI – Relative strength index).

Ушбу индекс У.Уайлдер томонидан ишлаб чиқилган ва унинг «Новые концепции использования технических торговых систем» (Техникавий савдо тушумларини қўллашнинг янги концепциялари – New Concepts in Technical Trading Systems) китобида баён қилинган. Бу «0»дан 100 гача бўлган фоизларда валюта курсининг тренд кучини ўлчаш кўрсат-кичидир. У охириги миқдорларга яқинлашганда, эҳтимолий кучланишли тренднинг алмашинуви эҳтимоли ҳиссасини кўрсатади.

Нисбий куч индекси (RSI) қуйидаги формула билан ҳисоблаб чиқарилади:

$$RSI = 100 - \left(\frac{100}{1 + RS} \right)$$

бу ерда $RS = \frac{n^{\text{н}} \text{ кунлар учун ёштаким нархларни ўзгариши} / \text{ўртача кўрсаткичи}}{n^{\text{н}} \text{ кунлар учун ёштаким нархларни қамқовчанлик} / \text{ўртача кўрсаткичи}}$

2. Курснинг ўртача ҳаракати кўрсаткичи (Moving Average -MA). Бу валюта курсининг муайян даврдаги, тенг интервал (оралик)лар орқали ўртача арифметик кўрсаткичи. У тасодифий тебранишларни бартараф қилиш, ҳамда ўртача трендни чиқариш ва бошқа ҳисоблар учун қўлланади.

3.3.3. Қутилмаган қисқа муддатли омиллар

Мазкур омиллар, валюта курси ҳаракатининг динамикасига жиддий ўзгаришлар киритиши мумкин.

Уларга қуйидагилар қиради:

– Форс-мажор ҳолатлари – табиий офатлар. Сиёсий воқеалар, урушлар, президентларнинг ҳокимиятга келиши ёки истеъфога чиқиши, сиёсий жанжаллар, террорчилик ҳаракатлари ва ҳоказолар.

– Сиёсий раҳбарларнинг фикрлари;

– Марказий банкларнинг валюта интервенциялари.

Миллий валюта курсининг тушиши шароитларида, Марказий банк уни қадрини ошириш тўғрисида қарор қабул қилади. Интервенция, Марказий банк томонидан ваколатли тижорат банклари билан биргаликда, валюта сотиб олиш ёки сотиш бўйича

бевосита битимлар шаклида ўтказилади. Охириги йилларда ривожланган 17 мамлакатнинг Марказий банклари, долларнинг асосий валюталарга нисбатан курсини қувватлаш учун, валюта интервенцияларини ўтказишда, келишиб ҳаракат қилиш тўғрисида битимга келдилар.

IV ҚИСМ. ФОРВАРД ОПЕРАЦИЯЛАРИ ТАСНИФИ

4.1. Валюта бозорида форвард операциялари

Форвард операциялари икки турга ажратилади: аутрайт (outright) битимлари ва своп (swap) битимлари. Биринчи турдаги операциялар спот санасидан фаркланувчи, валюталаштириш санасига эга бўлган, ягона конверсияланган (шартлари ўзгартирилган) операцияни акс эттиради, иккинчиси эса турлича валюталаштириш саналарига эга бўлган, икки карама-қарши конверсия операциялари комбинацияси (бирикмаси)дан иборат.

4.1.1. Форвард валюта контракти

Форвард операциялари (Forward operation, қисқартирилгани – Fvd) – олдиндан келишилган курс бўйича валюта алмаштириш битимлари бўлиб, улар бугун тузилади, аммо валюталаштириш (контрактни бажариш) санаси, келгусидаги муайян санага қолдирилган бўлади. Форвард валюта контрактига аниқ таъриф берадиган бўлсак бу:

1. Банк ва мижоз ўртасидаги кечиктирилмайдиган, бекор қилинмайдиган ва мажбурий контракт.

2. Кўрсатилган хорижий валютанинг муайян миқдорини, контракт тузилган пайтда қайд этилган қатъий алмаштириш курси бўйича сотиб олиш ёки сотиш контракти.

3. Контрактда келгусидаги кўрсатилган муайян вақтда валюта етказиб бериш ва уни тўлаш учун контракт.

Бу таърифда, аниқлаштиришни талаб этувчи бир канча муҳим жихатлар мавжуд, яъни:

1) Бу бузилмайдиган (бекор қилинмайдиган) мажбурий контракт. Контракт тўзилганидан сўнг ми-жоз ундан бош торта олмайди. У контрактда кўрсатилган хорижий валютани, контрактда кўрса-тилган валюта курси бўйича сотиб олиши ёки сотиши шарт.

2) Бу аниқ суммага оид контракт. Мижоз сотиб олиш ёки сотиш учун контрактда кўрсатилганидан ортиқ ёки кам суммани танлай олмайди.

Форвард валюта контракти қатъий ёки вақт ора-лиғида бажариладиган опционли бўлиши мумкин.

Қатъий белгиланган форвард валюта контракти – бу келгусидаги аниқ бир санада бажарилиши лозим бўлган контракт.

Опционли форвард контракти мижознинг их-тиёрига кўра қуйидагича бажарилиши мумкин:

– контракт тузилган санадан бошлаб, унинг бажа-рилишининг аниқ санасига қадар истаган вақтда;

– келажакдаги икки аниқ сана ўртасидаги давр давомида.

Форвард валюта контракти, яъни қатъий белгилангани ҳам, вақт оралиғида бажариладиган опционли бўлгани ҳам, тузилганидан сўнг мажбурий

тус олади. Банк миџознинг контрактга риоя этишини талаб қилиши лозим, акс ҳолда банк миџозининг форвард контрактини «ёпиши» ёки мўддатини чўзиши лозим бўлади.

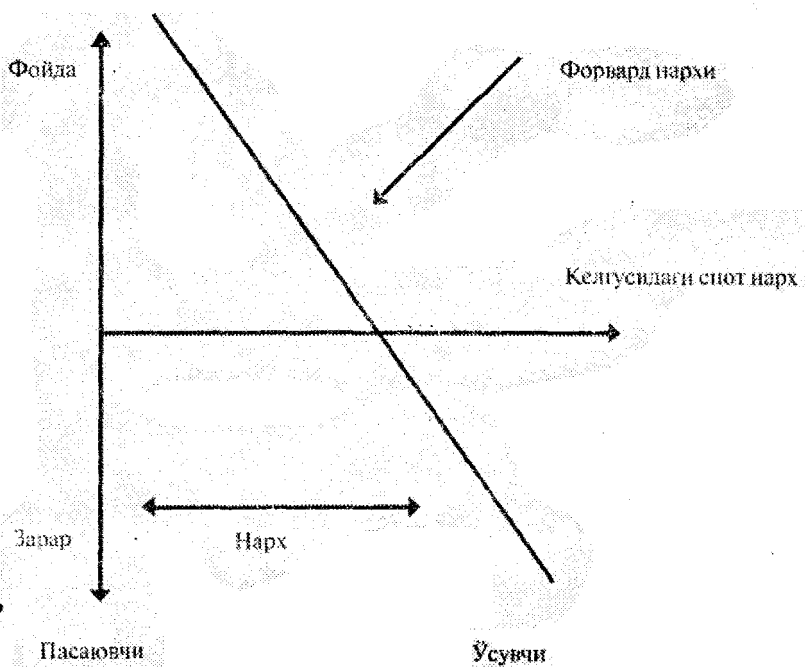
Форвард операциялари валюта хатарларини хеджирлашда кенг қўлланади.

Масалан, турли валюталардаги тўловларга ва тушумларга эга бўлган ташқи савдо ташкилотлари, форвард контрактларини қўллаган ҳолда, валюта курсларининг ўзгариши хатарини хеджирлашга лаёқатлидирлар. Бунда алмаштириш курсини олдиндан билган корхона, ўзининг келажақдаги харажатларини ҳисоблаб чиқишга ва тўғри нарх. ҳамда инвестиция сиёсатини белгилашга қобил бўлади.

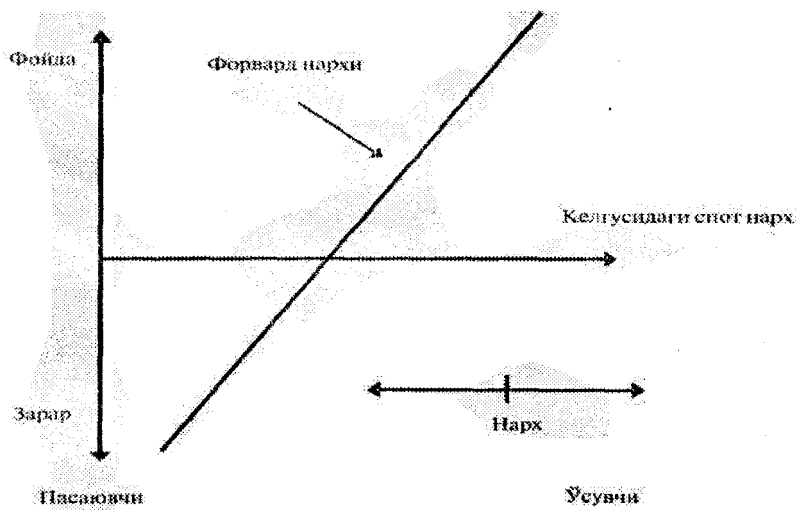
Форвард позициялари:

а) Форвард бўйича сотиш. Келажақдаги етказиб бериш санаси учун спот курси, жорий форвард курсидан паст бўлса, бу ҳолда форвард контракти сотувчиси фойда олади. Агар спот юқори бўлса, бу ҳолда у зарар кўради (1-расм).

б) Форвард бўйича харид қилиш. Агар келгусидаги етказиб бериш санасининг спот курси жорий форвард курсидан юқори бўлиб қолса, форвард контракти харидори фойда олади. Агар келгусидаги сананинг спот-нархи паст бўлиб қолса, бу ҳолда харидор зарар кўради, чунки валютани юқорирок форвард курси бўйича сотиб олишга мажбур (2-расм).



2-расм



3-расм

Шундай бўлса-да, форвард контрактининг харидори, келажакда спот курси пасайиши билан зарар кўради, чунки форвард курси унинг хорижий валютага сотиш ёки сотиб олишни мўлжалланган маҳсулоти қийматиغا киритилган бўлади, деб ҳисоблаш нотўғридир.

4.2. Валюта бозорида форвард курсининг аниқланиши

Форвард курслари, яъни валютанинг форвард нархи, бозорда котировка қилинмайди. Профессинал жихатдан ривожланган бозорда, дилерлар фақат спот курс ва форвард курслар ўртасидаги фарк билан иш кўрадилар.

«Спот» ва «форвард» битимлари ўртасидаги фарк, агар келгусида етказиб бериладиган валюта арзонроқ котировкаланса, «Спот» курсидан чегирма (дисконт-discount) сифатида белгиланади, агар келгусида етказиб бериладиган валюта нақд, савдодагидан кўра қимматроқ котировкаланса, рағбат (premium ёки премия - R) сифатида белгиланади. Бундай фарк форвард пунктлар ёки своп пунктлар сифатида маълум.

Умуман олганда, чегирма ёки рағбат (мукофот) миқдори. спот-курсга караганда нисбатан барқарорроқ. Шу боис банклараро бозорда муддатли битим курсини котировкалашда, кўшимча рағбат ёки дисконт белгиланиб, улар бевосита котировкада, тегишли спот курсига қўшилади ёки ундан

чегирилади. Валюталарнинг билвосита котировкасида дисконт, спот курсга кўшилади, рағбат эса чегирилади.

Рағбат ва дисконт миқдори, йиллик фоизларга ҳисоблаганда, евровалюталар бозорида депозитлар бўйича фоиз ставкаларидаги фарққа мувофиқ келади. Бу нарса шу билан изоҳланадики, фарқ, валюта-депозит арбитражи ёрдамида тўғриланади ёки нейтраллаштирилади. Бир валютадаги депозит жалб этилиб, бу валюта бошқасига сотилади. Сотиб олинган валюта эса худди ўша муддатга депозитга жойлаштирилади.

Агар форвард битими бўйича валюта курсига тегишли рағбат, фоизлар ставкасидаги манфий фарқдан паст бўлса, бу ҳолда банк фойда олади. Бундай операциянинг ўтказилиши, депозит ва валюта бозорларида талаб ва таклиф нисбатининг ўзгаришига олиб келади, ҳамда тегишли равишда фоиз ставкаларидаги манфий ёки мусбат фарқ, нақдли курс учун чегирма ёки рағбатлар учун негиз бўлиб хизмат қилади.

Мавжуд коидага кўра:

– паст фоиз ставкали валюта муайян муддатда «форвард» шартларида юқори фоиз ставкали валютага. ўша давр рағбати билан котировкаланади;

– юқори фоиз ставкали валюта. муайян муддатда «форвард» шартларида паст фоиз ставкали валютага, ўша давр учун чегарма ёки дисконти билан котировкаланади.

Шу аснода, айтиш мумкинки, бозор паст фоиз ставкали валютадаги, узун позицияни ушлаб турганларга «компенсация» беради ва юқори фоиз ставкали валютадаги, узун позиция ушлаб турганларни «жарималайди».

Форвард пунктлари шаклидаги дисконт ёки рағбат қуйидаги тарзда ҳисобланади:

Ft (agar (+))- Dis (agar (-))-

Спот курс х (лотировка валютасининг % базавий валютанинг % х Кунлар сонн)

360 х 100 (базавий валютанинг % х кунлар сонн)

Валюталарнинг кўпчилиги учун фоиз базаси сифатида қабул қилинган 360 кун ўрнига, ҳисоблашда фунг стерлинг, белгия франки ва сингапур доллари учун 365 кунни ҳисобига олиш керак.

Юқорида келтирилган формула асосидаги «аутрайт» ўртача курси учун, ўртача форвард пунктларини ҳисоблаш мумкин (Bid ва Offer томонлари ҳисобга олинмаган ҳолда):

Bid	Спот Bid * (Bid валюта %-%, Firx offer* кунлар сонн
Форвард пунктлари	<hr/> 360*100+ (Bid базавий валюта %* кунлар сонн)

Offer	Спот offer * (offer валюта %-%, Bid база%)* кунлар сонн
Форвард пунктлари	<hr/> 360*100+ (Bid базавий валюта %* кунлар сонн)

Bid offer

Мисол: EUR - USD - 0.9850 - 0.9860

Доллар ва евро депозитлари бўйича фоизлардаги 3 ойлик ставкалар:

	Bid	Offer
USD	5,7	5,8
EUR	3,42	3,49

Бу ерда Bid томони, депозитни жойлаштириш мумкин бўлган ставкани кўрсатади, Offer эса жалб қилиш мумкин бўлган ставкани кўрсатади.

Bid	0.9850* (5.7-3.9)* 90 кун
Форвард	
пунктлари	360*100+ (3.49 90* кун)

Offer	0.9860* (5.8-3.42)* 90 кун
Форвард	
пунктлари	360*100+ (3.42 90* кун)

Бундан

	Bid	Offer
EUR/USD спот-курс	0,9850	-0,9860
+ 3 ой рағбат.	59/95	58/17
яъни	0,9854/0,9895	0,9858/0,9817
3 ой.Форвард курс (Outright)	0.9904	-0.9918

Худди «Спот» битимларидаги каби, Bid томонида «Аутрайт» форвард курсини котиоровкаловчи банк, келгусида валютани етказиб бериш шартларида АҚШ долларига нисбатан базавий валютани сотади.

Маржа (спрэд) миқдори Bid ва Offer томони ўртасида. дисконт ёки рағбатни ва аутрайт курсини котировкалашда, худди «спот» курсини котировкалашдаги каби омилларга боғлиқ бўлади, яъни контрагентнинг феъл-атвориға, унинг позициясига, контршериклар ўртасидаги ўзаро муносабатларға, бозор вазияти, битим суммаси ва бошқаларға боғлиқ.

Халқаро бозорларда ишловчи валюта дилери учун REUTERS агентлиги. стандарт муддатларда форвард пунктлари ставкаларининг жорий қийматлари ҳақида ахборот беради. Қулайлик мақсадида улар депозитлар бўйича фоиз ставкалари билан биргаликда котировкаланади. Бу котировкалардан фойдаланганда қуйидаги қоидаларни ёдда тутиш лозим:

– *агар форвард пунктлари чандан ўнғга ўсиб борса (Bid котировкаси Offer котировкасидан кичик), бу ҳолда аутрайт курсини топиш учун (яъни мутлақ рақамли қийматда ифодаланган форвард котировкаси) форвард пунктлари спот курсига қўшилади;*

– *агар форвард пунктлари чандан ўнғга камайиб борса (Bid томони Offer томонидан катта), бу ҳолда форвард контракти учун аутрайт курсини топиш мақсадида. форвард пунктлари спот курсидан чегириб ташланади.*

Масалан, валюта дилери АҚШ долларининг олти ойлик курсини швейцария франкиға котировкалаши лозим. АҚШ доллари бўйича фоиз ставкалари швейцария франкиникиға қараганда юқори эканлиги

сабабли, доллар швейцария франкига чегирма билан котировкаланади. Дилер REUTERSнинг 6 ойлик (М) давр учун зарур саҳифасини топади. Масалан, форвард пунктларининг куйидаги олти ойлик котировкалари: – 331 /328. жорий USD/CHF спот курси 1.6572/77 ни ташкил этади.

Модомики. форвард пунктлари чапдан ўннга камайиб борар экан, бу ҳолда улар «спот» курсидан чиқариб ташланиши керак бўлади:

USD/CHF spot	1.6572	/	1.6577
6 ой. форв. пунктлари	- 331		-328
6 ой. аутрайт курси	1.6241	/	1.6249
GBP/USD			

Бу ерда биз яна шунга ишонч ҳосил қиламизки, банк ҳар доим ўзи учун фойдалироқ бўлган курсни котировкалайди, яъни у кўпроқ миқдордаги хорижий валюта бирликларини, камроқ миқдордаги бошқа бир валюта бирлиги эвазига олишга интилади. Баъзан форвард пунктлари котировкасини ушбу шаклда кўриш мумкин: -5/+5 бу *паритет атрофида* (round par) тушунчасини англатади.

Агар икки валюта учун мазкур даврдаги фоиз ставкалари тенг бўлса ва форвард ва спот курснинг ўртача миқдорлари амалда баробар бўлса, бу ҳол юз беради.

Форвард курси бу ҳолатда куйидагини ташкил этади:

Спот - курс	1,4995	/	1.5005
Форвард пунктлари	- 5		+5
Аутрайт курси	1,4990		1.5010

Шу заилда форвард курс, кейинги муддат учун спот-курснинг коррективкаси (ўзгарган шакли) бўлиб ҳисобланади.

$$X = \text{Спот-курс} + \frac{\text{Фонд ставкаси (x)}^* \text{ қўнлар сони}}{360 (\text{ёки } 365)^* 100}$$

$$Y = 1 + \frac{\text{Базавий валютани евродепозитлар бўйича фонд ставкаси}}{360 (\text{ёки } 365)^* 100}$$

Бундан, валюта дилери учун зарарсиз курс X/Y нисбатига тенг бўлади.

Баҳоланадиган валюта бирлиги, валютадан келиб чикиб қўлланади (масалан, USD учун - 1, испан песети учун - 100)

	GBP	CHF
Бирлик	1	Спот- курс 2.6710
Мазкур валютада Евродепозитлар бўйича фонд ставкаси	6,0%	2,0%

Мазкур валютада евродепозитлар бўйича фойда

2 ойдан кейин 1.01002 2.6799.

Шундай килиб, дилер учун 60 кунга зарарсиз форвард курси

$$X/Y = 2.6799/1.0100 = 2.6534$$

бўлади ва агар экспорт қилувчи 2 ойдан кейин олинадиган швейцария франкларини алмаштиришга эҳтиёж сезса, бу ҳолда дилер (банк) унга бугун ушбу курсни, 1 фунт стерлинг учун 2.6534 швейцария франкидан кам бўлмаган миқдорда котировкалайди.

Лекин кўпинча шундай бўладики, миждоз тўловни амалга ошириш санасини кун-кунигача аниқликда билишга ишончи комил бўлмайди ёки буни билмайди. Шу билан бирга у, муайян вақт мобайнидаги тахминий санани билади (масалан, ой давомида, иккинчи ҳамда тўртинчи ойлар давомида ва ҳоказо). Бундай вазиятга тушган миждоз, банк дилери билан опционли форвард контракти тузади ва контрактда қатъий контрактдагидан фаркли ўлароқ, аниқ санани эмас, балки ўзига муайян миқдорда хорижий валюта керак бўлиши мумкин бўлган вақт оралиғини кўрсатади.

Демак, вақтинчалик опционли форвард контрактнинг вазифаси, форвард валюта контрактини янгилаш заруратидан кочиш ва уни бир неча кунга чўзишдан иборат. Чунки бу бир кунлик харажатлар нутқтаи-назаридан, ниҳоятда қимматга тушиши мумкин. Шу

сабабли мижоз, вақтинчалик опционли контрактларни қўллаб, ҳатто ўша санани аниқ билмагани ҳолда ҳам, ўз валюта хатарини коплаши мумкин.

Мижоз томонидан ўз банки билан вақтинчалик опционли форвард контракти тўзилганида, банк котировка қиладиган харид ёки сотувнинг курсини белгилаш лозим. Банк опцион даври мобайнидаги ҳар қандай санада, ўзи учун қулай бўлган курсни котировкалайди, чунки банк мижознинг банк ҳисобидан қулай курс олмаслигига амин бўлиши керак.

Бунда шуни ёдда тутиш лозимки, банк доимо арзон сотиб олади ва қимматроққа сотади.

Мисол: Фараз қилайлик, мижоз опционли форвард контрактини тузишни хоҳлайди ва унга кўра 2 март билан 2 апрел ўртасида 100.000 GBPни АҚШ долларига сотмокчи. У банкдан ўзи учун шу контракт бўйича ставкани котировка қилишни сўрайди. Тахминга кўра контракт 2 февралда тузилади:

Спот-курс - GBP/USD		1.6115	1.6120
Бир ойлик форвард-курс	-	0.2	0.5
Икки ойлик форвард-курс	-	0.8	1.2

Фунтлар харидининг банк курси:

$$1.6115 + 0.00002 = 1,61152$$

$$1.6120 + 0.00012 = 1.61212.$$

Банк учун 1.61152 фойдалироқ ҳисобланади, унга кўра GBP ни USD га сотиб олади ва миждоз $100.000 / 1.61152 = 161.152$ USD олади.

Форвард валюта контрактининг сотиб олиш ва сотиш курсини қуйидагича белгилаш курси мавжуд:

Валютанинг форвард котировкаси

	Рағбат	Дисконтли
Банкнинг харид курси	Опцион даврининг охириги кундаги курс	Опцион даврининг биринчи кундаги курс
Банкнинг сотиш курси	Опцион даврининг биринчи кундаги курс	Опцион даврининг охириги кундаги курс

Рағбат мавжуд бўлган контрактга мисол:

Миждоз валюта дилеридан, немис экспортёрига, товарга ҳақ тўлаш учун, 15 апрел ва 15 май орасидаги бирор кунда, АҚШ долларига 1.000.000, евро сотишни сўрайди. Спот-курс 15 февралда (миждоз контракт тузишни хоҳлаган кунда) 1.1278 / 82 ни ташкил этади:

Икки ойлик рағбат	0.0035/36
Уч ойлик рағбат	0.0051/53

Миждоз евро сотиб олиб, банкка АҚШ доллари сотиш истагида бўлганлиги учун, биз Bid томонига эга бўламиз. Банк опцион даврининг биринчи кун курсини котировкалайди.

$1.1278+0.0035 = 1.1313$, миждоз эса 1.1313 курси бўйича 1.131.300 долларга 1.000.000 евро олади.

Шуни ёдда тутиш керакки, бир валюта учун рағбат бўлган форвард пунктлари, мувофиқ равишда иккинчиси учун дисконт бўлиб хизмат қилади, яъни охирги мисолимизда евро учун рағбат бўлиб ҳисобланган форвард пунктлари, АҚШ долларига нисбатан дисконт бўлади.

4.3. Валюта бозоридаги форвард битимлари турлари ва уларнинг ҳисобини юртиш

Валюта бозорида форвард операциялари турли мақсадларда ва турли иштирокчилар томонидан амалга оширилади. Шундай бўлса-да, уларнинг катта қисми, валюта хатарини ҳеджирлаш мақсадида амалга оширилади.

Фараз қилайлик, Ўзбекистонлик импортер импорт қилинган товар учун, уч ойдан кейин ҳақ тўлаши керак. Дейлик, тўлов 1.000.000 долларда ифодаланган. Евронинг АҚШ долларига нисбатан курси, жорий бозорда бир евро учун 0,9750 долларни ташкил этади. Бинобарин, агар импортер хоҳласа, дарҳол 1 млн. еврони 975000 долларга сотиб олиши мумкин. Лекин у бирор муддат кутиб туриши, евро харидини товарга ҳақ тўлашдан 2 кун олдин амалга ошириши мумкин. Бу давр ичида евронинг долларга нисбатан курси ҳар қандай йўналишда ўзгариши, кўтарилиши ёки пасайиши мумкин. Агар бозорда

курс 0,9650 га тушса, бу холда импортер евро хариди учун энди камроқ доллар сарфлайди. Агар курс 0,9900 гача кўтарилса, табиийки, импортер евро хариди учун кўпроқ доллар тўлашига тўғри келади. Валюта курсидаги бундай салбий вазиятлардан сакланиш учун, импортерлар ва экспортерлар контрактнинг тўлиқ суммасига ёки унинг муайян бир қисмига тузиладиган форвард битимларга мурожаат қиладилар. Тўланиши керак бўлган бутун тўлов суммаси учун, форвард битими валюта курсидаги салбий ўзгаришларни хеджирлайди. Бу эса уларга келгусидаги фаолият ҳисоб-китоби учун, зарур негизни яратиш имкониятини беради. Хориждан бутловчи ашёларни импорт қилувчи ишлаб чиқариш корхоналари ёки хорижий валютага товар сотувчи маҳсулот экспортерлари бунга мисол бўла оладилар.

Валютавий экспозиция, яъни валютавий хатарга берилувчанлик, уни хеджирлаш зарурати, турли носавдо операциялари билан белгиланади. Улар каторига қуйидагиларни киритиш мумкин:

– хорижий валютада амалга ошириладиган барча инвестициялар ва қимматли қоғозлар, пул бозоридаги депозитлар ва берилладиган кредитлар, бевосита инвестициялар ва бошқалар хорижий валютадаги активларни ифодалайди. Бу вазиятда валюта хатари мазкур активлар валютасининг форвард сотуви билан хеджирланган бўлиши мумкин;

– хорижий валюта бозорларида, хорижий валютада амалга оширилган қарз олишлар, хорижий

валютадаги мажбуриятларни ифодалайди ва бунда юзага келадиган валюта хатари мажбурияти, мазкур валютанинг форвард хариди билан қопланиши мумкин.

Шундай бўлса-да форвард контракти, битимни амалга ошириш мажбурияти бўлиб ҳисобланади. Битимнинг ижро санасида спот курсининг қулай ўзгариши ҳолатларида форварддан кўра фойдалироқ битимни амалга ошириш имконияти йўқолади.

Форвард битимлари, валюта хатарини хеджирлашдан ташқари, узок муддатли чайковчилик позициясини очиш воситаси сифатида ҳам қўлланади. Бу ҳолатда форвард валюта позицияси, жорий валюта курси қулай ўзгаришидан. форвард позицияси муддати давомида фойда олиш учун қўлланади. У ёки форвард битими бўйича тўлов, кунда қарама-қарши спот битими билан, ёки дастлабки форвард контракти бўйича тўлов, муддати келишига қадар, қиска муддатли тесқари форвард битими билан компенсация қилинади ёки қопланади.

Форвард битимлари балансдан ташқари ҳисобланади ва шу сабабли балансдан ташқари счётларда акс этади.

Мисол:

USD га нисбатан 22/03/2010да 100.000 EUR сотуви амалга оширилди, валюталаш санаси уч ойдан кейин, яъни 22/06/2010. Жорий спот-курс

0,9650 ни ташкил этади. Форвард рағбати 61,40га тенг. Демак, форвард курси 0,97114 ни ташкил этади, сотиб олинган долларлар суммаси эса, тегишлича 97,114 АҚШ доллари.

Бунда куйидаги проводка (ўтказма)лар амалга оширилади:

- | | | |
|----------|---|-------------------------------------|
| 1. Дебет | Форвард хариди счёти | USD - 97.114 |
| Кредит | Котрсчёт | |
| 2. Дебет | Форвард сотуви счёти | EUR - 100.000 |
| Кредит | Котрсчёт | |
| 3. Дебет | Сўмнинг форвард сотуви счёти (USDга нисбатан) | (97,114* алмашув курси USD/UZS) |
| Кредит | Котрсчёт | |
| 4. Дебет | Сўмнинг форвард хариди счёти (EURга нисбатан) | (100,000* алмаштириш курси EUR/UZS) |
| Кредит | Котрсчёт | |

Валюталаш санасида 22/06/2010 да ҳар бир сёт бўйича тескари проводкалар ўтказилади ва энди баланс сметларида кейинги проводкалар куйидаги кўринишни олади:

- | | | |
|----------|-------------------|----------------------|
| 1. Дебет | Позицион сёт | EUR (100.000) |
| Кредит | Корреспондент сёт | EUR (100.000) |
| 2. Дебет | Корреспондент сёт | USD (97.114) |
| Кредит | Позицион сёт | USD (97.114) |
| 3. Дебет | Позицион сёт | UZD (USDга нисбатан) |

Миллий валюта-сўмга нисбатан валюта курси ўзгарганда, форвард позициясини қайта нархлаш куйидагича тарзда амалга оширилади:

1. Қайта нархлаш курси бўйича (Марказий банк расмий курси) ҳар бир валютага оид форвард позицияси қолдиғи баҳоланади.

2. Мазкур сумма, сўмдаги форвард хариди ёки сотуви счёти билан таққосланади.

Валютани сотишда, агар валютани баҳолаш суммаси. қайта нархлаш курси бўйича сўмдаги форвард валюта сотуви суммасидан катта бўлса, бу ҳолда фарқ қуйидаги проводка билан балансга кирим қилинади:

Дебет. Форвард битимлари бўйича ревальвацияда, қайта нархлашдан реализация қилинмаган фойда.

Кредит. Банкнинг даромадлари.

Агар қайта нархлаш бўйича валютани баҳолаш суммаси. сўмдаги форвард валюта сотуви суммасидан кичик бўлса, бу ҳолда фарқ қуйидаги проводка билан балансга кирим қилинади:

Дебет. Банк харажатлари.

Кредит. Форвард битимлар бўйича девальвацияланган қайта баҳолашдан реализация қилинмаган зарарлар.

Агар қайта баҳолаш курси бўйича валютани баҳолаш суммаси сўмдаги валюта форвард хариди суммасидан кам бўлса, бу ҳолда фарқ қуйидаги проводка билан балансга кирим қилинади:

Дебет. Форвард битимлари бўйича девальвациялашда қайта нархлашдан реализация қилинмаган фойда.

Кредит. Банк даромадлари.

4.4. Валюта бозорида «своп» битимлари

Валюта хатарларини хеджирлашда «своп» битими ҳам кенг тарқалган.

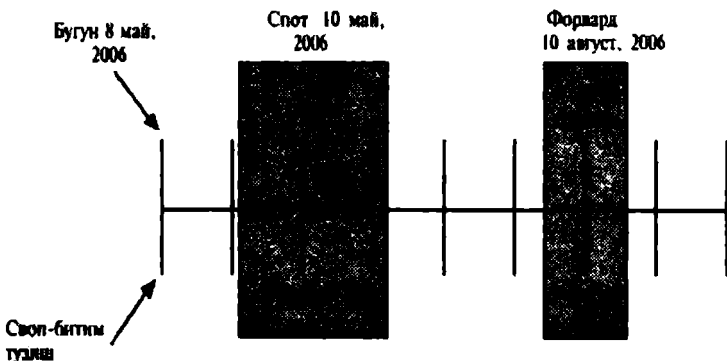
Бу турдаги битимлар тўғрисида ўрта асрлардаёқ маълум бўлган, ўшанда италиялик банкирлар векселлар билан операциялар ўтказиб, уларни сотиб олиб, дархол муайян муддатга сотиб юборишарди. Кейинроқ булар, репорт ва депорт операциялари шаклида ривожланиб кетди. Репорт - ўзаро боғлиқ икки операциянинг бирикмаси: хорижий валютани нақд сотиш ва уни муддатли сотиб олиш. Депорт - худди ўша битимларнинг тескари тартибдаги бирикуви: валютани «спот» шартларида сотиб олиш ва уни муддатли сотиш.

Вақтлар ўтиб «своп» операциялари, банклар томонидан турли валюталардаги депозитларни эквивалент суммаларга айрибошлаш шаклини олди. Бу операциянинг камчилиги банк балансининг ушбу операция суммасига ошишидан иборат бўлиб, бу унинг коэффицентини ёмонлаштирар ва кўшимча хатарларни яратар эди. Чунки депозитларни олиш ва тақдим этиш, икки мустақил операциялар бўлиб, компенсациялана олмайдиган валюталар билан бўладиган «своп» операцияси, бу муаммоларни ҳал этишга имкон беради: мажбуриятлар ҳисоби балансдан ташқари счётларда юритилади, валюта айрибошлаш олди-сотди шаклида, яъни ўз - ўзини компенсацияловчи ягона битим кўринишида амалга оширилади.

Бугунги кун амалиётида валютавий **своп** (*currency Swap, Swap -алмаштириш, айрибошлаш*) турли валюталаш санасига эга бўлган бир хил суммадаги, икки қарама-қарши конверсион битимларнинг комбинациясидан ташкил топган валютавий операцияни ифодалайди.

Своп учун мос, муддати бўйича анча яқин битимнинг ижро санаси, валюталаш санаси (Value date) дейилади. Муддати бўйича узоқроқ бўлган битимнинг ижро санаси, своппнинг тугаш санаси (maturity date) деб аталади. Одатда своплар бир йилгача бўлган муддатга тузилади.

«Своп» операциялари банклар учун қулай: улар очиқ позицияни ҳосил қилмайди (харид сотув билан қопланади). Ноқулай томонга ўзгарган курс ўзгариши, ўзи билан боғлиқ хатарсиз, зарур валюта билан вақтинчалик таъминлайди.

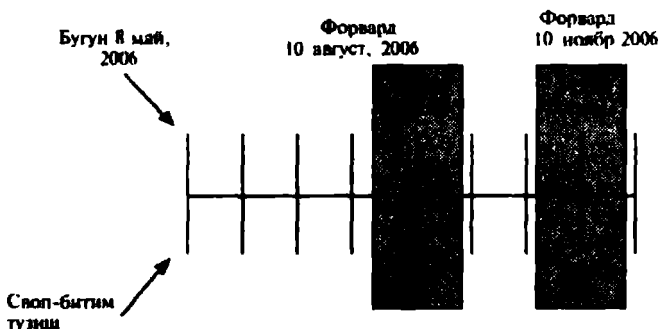


4-расм

Валюта свопларини уч турга бўлиш мумкин:

1. Стандарт своплар. Агар банк биринчи битимни спотда амалга оширсин, унга тескарисини эса форвард шартларида, мисол учун, ҳафталик муддатда бажарилади. Бундай своп «спот-уйк» (S/v Swap) деб аталади (3-расм).

2. Қисқа бир кунлик своплар. Агар биринчи битими, эртага валюталаш санаси билан амалга оширилса (tomorrow next), тескариси эса спотда бажарилса, бундай своп «том-нект» (tom - next Swap) дейилади (4-расм).



5-расм

4.4.1. Стандарт своплар курси

Модомики «своп» стандарт битими, икки битимдан таркиб топар экан, - биринчи спотда, иккинчиси форвардда, бир вақтнинг ўзида улар, банк

корреспонденти орқали тузилади яъни, Уч куреларида улар умумий спот-курсага эга бўладилар. Бу икки битим учун курелардаги фарж, фақат иккинчи форвард битимида ҳисобга олиндиган, аниқ бир даврдаги форвард пунктларидан иборат. Айнан улар маъкур давр учун своп котировкаси бўлади (уларнинг номи шундан келиб чиққан: своп-пунктлар - Swap points, Swap rate). Шу аснода своппи котировкаларида дисконт ёки раббат, фақат икки ҳолатда котировка шаклидаги, тегишли давр учун форвард своп-пунктларини (дисконт ёки раббат) котировкаларини кифоя.

Мисалан: Bid Offer
1 EUR / USD 6 month Swap = 129 – 132

Маъкур котировка шунинг асосида, банк Bid томони бўйича форвард шартларида (своп тугани санасида - maturity) буювчи валютани (EUR) сотиб олиб, уни Offer спот курси томонидан спот шартларида сотадиган курсни котировкалайди. На асосида, Offer томонидан котировкаловчи банк, своп тугани санасида буювчи валютани сотишни амалга ошириши, Bid томонидан спот санасида етказиб бериш шартларида, спот битимлари бўйича жорий курсда сотиб олади.

4.4.2. Қисқа своплар бўйича курслар (спотгача)

Спотгача своп бўйича курслар, мувофиқ даврлар учун (овернайт – о/п, том-нект – t/n) дисконт ёки рағбат (форвард пунктлари) шаклидаги стандарт свопларга оид курслардаги каби котировкаланади.

Бунда муддати бўйича, биринчисига оид курслар ҳисоб-китоби, спотгача валюталаш санаси учун аутрайт курсларини ҳисоб-китоб қилиш қоидаларига мувофиқ ҳолда тузилади.

Агар форвард пунктлари чапдан ўнгга ўсиб борса, (базовий валюта рағбат билан котировкаланса) биринчи спотгача своп битими учун алмаштириш курси, спотдаги контр-битим алмаштириш курсидан паст бўлиши мумкин. Спотдан аввалги битим бўйича курсга эга бўлиш учун, форвард пунктларининг ўрни алмаштирилади ва спот курсидан чегирилади. Дисконт билан котировкаланиш ҳолатида эса, биринчи битимга оид курс, спотда валютани етказиб бериш битимига оид курсдан юқори бўлиши керак, яъни агар форвард пунктлари чапдан ўнгга пасайиб борса, бу ҳолда уларнинг ўрни алмаштирилади ва «спот» курсига қўшилади.

Бир кунлик «своп том-нект» битимлари, валютавий позицияни бир кунга пролонгация қилиш (муддатини узайтириш) учун қўлланилади. Масалан, дилер 7 май куни, спот орқали швецария франкига нисбатан АҚШ доллари харидини амалга оширади.

8 май куни у қандайдир сабабларга кўра, етказиб бериш санасини бир кунга чўзишга қарор қилади. Фараз қилайлик 8 май куни бозорида куйидаги вазият юзага келади.

	BID	ASK
Спот курс USD/SHF	1,7280	1,7285
Tom-next Swap	-2	-1
Курс tom		
етказиб беришли USD/ SHF	1,7281	1,7287

Бинобарин, дилер tom next Sell / buy Swap (своп эртага сотди / индинга сотиб олди)ни амалга оширди: 9 май валюталаш санасида 1,7281 курси бўйича сотув (котировкалаш томонинг харид) курси, 10 май 2010 йил валюталаш санасида 1,7285 курси бўйича харид курси.

Умуман олганда, валюта хатари форвард операциялари воситасида хеджирланса-да, улар тўловсизлик (дефолт) хатаридан ҳимоялай олмайди. Айнан шу боис банклар шерикларини таҳлил этиб, унга кредит линиясини очадилар. Бунда форвард операцияларини ўтказиш учун, кредит линияси суммаси, одатда, нақдли битимлар ўтказиш лимити суммасидан икки баробар кам бўлади. Чунки банк битим бўйича ҳисоб-китоб қилиш санасини, кейинга суриб, шеригининг молиявий аҳволи бу муддат давомида ўзгариши мумкинлиги ва битимларни амалга ошириш учун илгари ажратилган кредит линияси, унинг учун номувофик бўлиши хатарини оширади.

«Своп» операциялари, хусусан унинг форвард томони, балансдан ташқари счётларда акс эттирилади. Своп ва форвард операциялари бозорларининг кўлами кенг. Операциялар амалга ошириладиган суммалар тижорат фаолиятида ҳақиқатда фойдаланиладиган капиталдан кўп марта ортиқ.

Операциялар кўплаб воситачилардан иборат ҳалқани кўллайди. Уларнинг ҳар бири ўз шериги олдидаги мажбуриятига эга бўлади ва бунга яна кимлар жалб этилганини билмайди. Аниқ шериклар билан операциялар хатари контракт кредит линияларини ўрнатиш йўли билан чекланган. Ўзбекистоннинг олдида ҳозирча бундай муаммо йўқ. Аммо бошқалар дуч келган хатони унутиш керак эмас.

Россияда юз берган 1998 йилдаги танглик, мос кредит линияларини ўрнатмасдан «своп» ва форвард операцияларига эътиборсизлик, тўғрироғи, суистеъмол қилиш, нафақат мамлакат ичкарасида, балки унинг ташқарисида ҳам жиддий муаммоларни келтириб чиқаришни кўрсатди, зеро бундай ҳолатлардаги зарарлар хорижлик шерикларнинг ҳам бошидан ўтади.

Валюта бозоридаги опционлар

XX асрнинг 70-йилларида сузувчи валюта курсига ўтилиши билан Бреттон-Вудс битимига аъзо мамлакатларнинг марказий банклари, эндиликда алмашув курсларини келишувда белгиланган тор доира чегарасида, ушлаб туришга мажбур бўлмай

колдилар. Халқаро тўлов бланкларининг ўсиб бораётган бекарорлиги, айникса капиталларнинг давлатлар чегаралари орқали ҳаракати, эркинлаштирилгандан кейин алмаштириш курсларининг бекарорлиги кучайишига олиб келди. Булар барчаси валюта хатарини нейтраллаштириш заруриятини белгилаб берди.

80-йилларда валюта опционлари бозорининг ривожланиши, алмашув курси хатарини минималлаштириш ва кўпроқ мослашувчанликни яратишда муҳим қадам бўлди. Аввалги воситалар бунчалик имкон бермасдан.

Қайд этиб ўтилгандек, валюта хатарларини қоплаш учун форвард битимларидан фойдаланиш, валюта хатарини тўлиқ хеджирлашни таъминлаш ва келгусидаги пул оқимларини аниқ ҳисоб-китоб қилиш учун базани белгилаш имконини беради. Аммо форвард контрактининг мажбурийлиги, форвард контрактини ижро қилиш санасида, бозор валюта курси форвард курсига қараганда фойдалироқ бўлган ҳолатдаги вазиятдан фойдаланиш имконини бермайди. Форвард контрактларидан фарқли равишда, опционлар харидор учун мажбурий хусусиятга эга эмас. Улар келишилган курс (страйк нархи) бўйича муайян санада ёки опционнинг амал қилиш муддати тугаганига қадар, ҳоҳлаган кунда муайян миқдордаги хорижий валютани сотиб олиш ёки сотиш ҳуқуқини беради.

Дастлаб опционлар валюта биржаларида қўллана бошлади ва худди бошқа барча биржадаги воситалар каби стандартлаштирилган шаклга эга бўлади. Биржа опционлари халқаро валютанинг стандарт суммаларида амалга оширилади. Бундай опционларнинг ижроси стандарт муддатларда юз беради. Битим бўйича шерикларга нисбатан энг кам хатар, биржа опционларининг катта устуворлиги бўлиб хизмат қилади, чунки биржанинг клиринг палатаси контрагент бўлиб ҳисобланади.

Охирги йилларда банклараро бозорда амалга ошириладиган биржадан ташқари опционлар (over the counter, OTC) жадал ривожлана бошлади.

Уларнинг жиддий устуворлиги, харидорларни ижро санаси ва нархи борасидаги, шунингдек битим суммасига тегишли талабаларига нисбатан мослашувчанлигида акс этган. Шу муносабат билан биржадан ташқари опционлар банк хизматлари бозорида кенгроқ оммалашб бормоқда.

Валютавий опционларнинг икки тури мавжуд:

– «Кол» - харидорга муайян миқдордаги хорижий валютани сотиб олиш ҳуқуқини беради;

– «Пут» - харидорга муайян миқдордаги хорижий валютани сотиш ҳуқуқини беради.

Келгусидаги аниқ санада ижро этиладиган опцион европача деб аталади, келишувнинг амал қилиш муддати тугаши санасигача ҳар қандай кунда ижро этиладиган опцион эса **америкача** дейилади. Бундай опцион бўйича битимни амалга ошириш

хуқуқидан фойдаланиш тўғрисидаги қарор, унинг эҳтимолидаги ижросидан икки кун аввал, декларация кунда қабул қилиниши лозим. Опцион харидори битимини амалга ошириш ҳуқуқига эгалик учун сотувчига тўлайдиган нарх «рағбат» деб аталади. Рағбатни олган опцион сотувчиси ўз зиммасига қуйидаги мажбуриятларни олади:

– «кол» опцион сотувида валютани страйк нархида сотиш;

– «пут» опциони сотувида валютани страйк нархида сотиб олиш.

Опцион рағбати унинг ички ва вақтинчалик қийматидан таркиб топади. Опцион учун рағбат битим амалга оширилганидан кейинги иккинчи иш кунда тўланиши лозим.

«Кол» опционнинг **ички қиймати**, агар бозор нархи страйк нархидан баланд бўлган тақдирда, бозор ва страйк нархлари ўртасидаги фарқни ифодалайди. Агар валютанинг бозор нархи страйк нархидан паст ёки унга тенг бўлса, опционнинг ички нархи нолга тенг бўлади. Ва аксинча, «пут» опционининг вақтинчалик қиймати билан страйк нархи спот-курсдан баланд бўлса, у страйк нархи билан бозор курси ўртасидаги фарққа тенг. Агар бозор курси опционнинг ижро нархига тенг ёки баробар бўлса нолга тенг бўлади. Шу сабабли ҳам, фақатгина опционнинг страйк нархи бозор курсидан кўра фойдалироқ бўлган, яъни харидор учун опцион бўйича битимни амалга ошириш учун ўз ҳуқуқидан

фойдаланиш максадга мувофик келганида опцион ички қийматга эга бўлади.

Агар опционнинг страйк нархи мазкур валютанинг спот курсидан кўра фойдалироқ бўлса, опцион «пул ичида» (**in-the-money**) дейилади; агар унинг страйк нархи мазкур валютанинг спот-курсига тенг ёки деярли тенг бўлса «пул устида» (**on-the-money**) ва агар, унинг страйк нархи мазкур валютанинг спот курсидан кўра камроқ фойдали бўлса (**out- the - money**) «пулдан ташқарида» дейилади ва опцион харидори, табиийки, ўзининг битимини амалга ошириш ҳуқуқидан фойдаланишга қарор қилади.

Бинобарин, «пул ичида» опциони қанчалик катта бўлса, яъни страйк нархи алмаштириш спот курсига қиёсан фойдалироқ бўлса, унинг учун талаб қилинадиган рағбат (мукофот) ҳам шунчалик катта бўлади.

Опционнинг вақтинчалик қиймати (ont the money) опцион (яъни, страйк нархи «кол» опциони жорий спот-курсдан юқори, ёки страйк нархли «пут» опцион жорий спот курсдан паст) амал қилиш муддати тугашида in the money опционига айланиши мумкин. Яъни, харидор учун фойдали бўлиши, in-the-money опциони амал қилиш муддати тугаши вақтида эса, харидор учун фойдали бўлиши мумкин. in the money опциони амал қилиш муддати тугаши вақтида, харидор учун янада фойдалироқ бўлиши ва сотувчи учун янада кам фойдали бўлиши мумкинлиги имқонини акс эттиради. Опцион фойдали бўлиши мумкинлиги эхтимоли доимо «нол»дан юқори,

шу сабабли опционнинг вақтинчалик қиймати, шунингдек доимо нолдан катта бўлиши лозим.

Опционнинг вақтинчалик қиймати қуйидаги ўзгаришларга боғлиқ:

1. Опционнинг амал қилиш муддати тугашигача бўлган вақт – у қанчалик катта бўлса, унинг бозор нархи харидорнинг фойдасига ва опцион сотувчиси зарарига ўзгариши эҳтимоли шу қадар катта бўлади. Демак, сотувчи юқорироқ хатарни компенсациялаш учун, харидордан каттароқ рағбатни талаб қилади.

2. Валюталар бўйича фоиз ставкаларидаги фарқ – ҳар бир валютавий опцион, келгусида муайян валютанинг мазкур суммаси харидига бўлган ҳуқуқни ифодалайди. Бинобарин, бу ҳуқуқдан олинadиган эҳтимолдаги фойда, худди шу муддатга алтернатив маблағ кўйишдан келадиган даромадга мувофиқ келиши лозим. Ҳар қандай жиддий тебраниш, чайқовчилик имконияти сифатида дарҳол қўлланади. Бундай механизм форвард операцияларида кўрилади. Шу тарзда, агар сотиб олинadиган валютанинг фоиз ставкаси, сотиладиган валютаникидагидан паст бўлса, «кол» опциони учун рағбат камаяди. Яъни, опцион харидори мазкур валютага бевосита кўйилмалардан келадиган фоиз даромадини олиш имкониятидан маҳрум бўлади.

Мувофиқ равишда, «пут» опциони рағбати фоиз ставкаларидаги ижобий фарқлар ўсиши билан, яъни харидор томонидан сотиладиган валюта «пут»

опционнинг фоиз ставкаси ўсиши билан ёки «пут» опциони харидори томонидан олинадиган валюта бўйича фоиз ставкаси камайиши билан ортиб боради. Мазкур ҳолатда опцион сотувчиси рағбатни кўпайтириб, опционнинг амал қилиш муддатига мўлжалланган, паст фоиз ставкали қўйилмадан олинмай колган фарқни компенсациялайди.

3. Опцион услуги – опционнинг катта мослашувчанлиги, сотувчи томонидан ўз зиммасига олинган юқори хатарни кўзда тутади. Қайд этиб ўтилгандай, америкача опцион, опционнинг амал қилиш муддати тугашига қадар, ҳар қандай кунда, ижро этилиши муддати тугаган санада амал қилади. Шу сабабли америка опциони ҳар доим европа опционидан юқори (ёки паст бўлмаган) курсда котировкаланади.

4. Валюта курси беқарорлиги (volatility) – спот-курс тебранишлари амплитудаси қанчалик кўп бўлса, опцион **in-the-money** ижросида бўлиши, яъни опцион харидори фойда олиши, сотувчиси эса зарар кўриши имконияти кўпроқ бўлади. Бу омил тегишли равишдаги юқори рағбатда акс этади. Барқарорроқ бўлган валюталар опционларига, бир қадар беқарор алмаштириш курсига эга бўлган валюталар опционларига караганда, кичикроқ рағбат тўлови талаб этилади. Опцион нархини ҳисоблаб чиқаришда турли математик моделлар қўлланиб, улар одатда бир хил натижа беради. Улар сирасига Black & Scholes моделини Garman – Kholhagin, Кокс модели ва бошқаларни киритиш мумкин.

Опцион кийматини белгиловчи омиллар:

Омил	Кол ↑	Пут ↓
Валюта бозор курсининг ўсиши	↑	↓
Юқори страйк нархи	↓	↑
Муддат тугашигача узок давр	↑	↑
Муқобил валюта фоиз ставкасининг ўсиши	↑	↑
Хорижий валюта(опцион валютаси) фоиз ставкасининг ўсиши	↑	↓
Валюта курси бекарорлигининг ўсиши	↑	↑

Валюта опционлари учун рағбат страйк нархига нисбатан фоизларда, ёки опцион валютаси миқдо-рида (мисол учун ҳар бир евро учун центларда) ифодаланиши мумкин.

Опцион қуйидаги тарзда котировкаланади:

- - Spot price USD/DEM = 1,8200
- - Strikeprice = 1,8200
- - USD interest = 5,5 %
- - DEM interest = 3,5 %
- - Maturity (давр) = 6 М
- - Volatility (бекарорлик) = 10 %

«Пут» опционига рағбат = 3,2944 %
= 0,05994 DEM ҳар бир

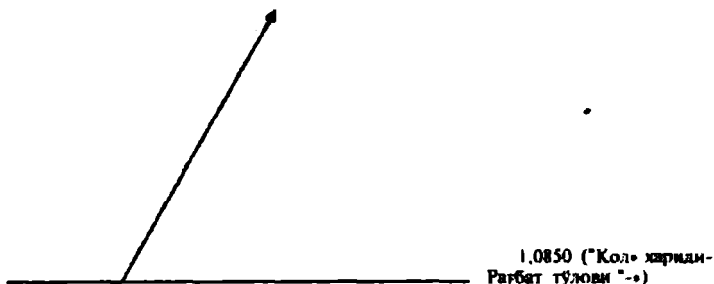
USD учун.

«Пут» ва «кол» опционларининг бир вақтдаги хариди ва сотувини бириктириш (комбинациялаш) воситасида, хеджер учун йўл қўйиладиган ораликда валюта курси тебранишларини чекловчи йўлакни аниқлаб, келгусидаги алмаштириш курси ўзгаришлари хатарини хеджерлаш мумкин.

4.5. Опцион йўлак яратиш йўли билан хеджирлаш

Дейлик, хеджер келгусида муайян миқдорда хорижий валютани сотиб олиши зарур. Бу валютанинг оддий форвард харидини амалга ошириш ўрнига у, страйк нархни белгилаб, ўз банкдан «кол» опционни сотиб олиши мумкин. Бир вақтнинг ўзида у, «пут» опционни пастрок даражада сотиб, бунинг учун рағбат олиши ва шу тариқа, сотиб олинган «кол» опциони учун тўланган рағбатни компенсация қила олади.

Фараз қилайлик, хеджер АҚШ долларига нисбатан 1,0850 курсда евро харид қилиш учун «кол» опционни сотиб олишга қарор қилади. Бу опцион учун тўланган рағбатнинг бир қисмини компенсациялаш учун, хеджер «пут» опционни 1,0750 курсда сотиш тўғрисида қарор қабул қилади. 6-расмда у қуйидагича тарзда акс этади:



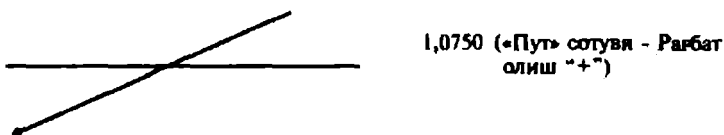
6-расм

Қуйидаги ҳолларда спот-курс «кол» опционнинг страйк нархидан юкори бўлади:

1) Сотилган «»пут талабга эга эмас, чунки спот курс сотилган пут опционнинг страйк нархидан кўра фойдалироқ.

2) Сотиб олинган «кол» опцион бажарилади, зеро бундай курсда у –in-the-money бўлади.

Спот-курс «кол» опционнинг страйк нархидан паст бўлган, аммо, «пут» опционнинг страйк нархидан юкори бўлган ҳолда (7-расм), бу курсда ҳар икки опцион Out-of-money бўлади ва табиийки ижросиз кечади. Валюта хариди хеджер томонидан спот бозорида амалга оширилади.



7-расм

Спот-курс «пут» опционнинг страйк-нархидан паст бўлган ҳолларда:

– хеджер валютани «пут» опционнинг страйк нархи бўйича сотиб олишга мажбур;

– «кол» опцион ижросиз кечади, чунки бундай курсда у «ont-of-the-money» га айланади. Бу шуни англатадики, валюта хатари 1,0750 даражасида хеджерланган, бунда пастроқ жорий спот-курс бўйича харид қилиш имкони йўқолади.

Валюта курси қанчалик ўзгармасин, хатар 1,0750 ва 1,0850 орасидаги йўлак билан чегараланади.

V ҚИСМ. ПУЛ БОЗОРИ

5.1. Пул бозоридаги операциялар ва инструментларнинг умумий тавсифи

Иқтисодий тизимнинг ҳар бир иштирокчиси муайян бир вақтда, ортиқча жамғармалар ёки пул маблағлари тақчиллиги (дефицит) га дуч келиши мумкин. Соғлом иқтисодий муҳитда ортиқча, яъни бўш маблағлар, уларга эҳтиёж бўлган жойларга, инвестицион имкониятларни қўллаган ҳолда, фаолиятдаги жамғармаларга йўналтирилади.

Пул бозори бу – одатда қисқа муддатли, бир йил муддатгача бўлган молиявий воситалар савдоси амалга ошириладиган бозор. Банклар ва депозитлар қабул қилувчи бошқа ташкилотлар, ликвидлиликнинг зарурий даражасини қўлаб туришлари, яъни талаб қилинган ҳар қандай вақтда, ўз мажбуриятлари бўйича жавоб беришлари лозим. Пул бозорининг амал қилиши, банклар ва қисқа муддатли жамғармаларга ва ортиқча маблағга эга бўлган бошқа бозор иштирокчиларига, уларни фоиз эвазига инвестициялаш, пул ресурсларига эҳтиёж сезаётганларга эса бозорда қарз олиш имконини беради.

Агар пул бозорлари юқори ликвидли бўлса, уларнинг нақд пул ресурсларига бўлган эҳтиёжи банклар томонидан тез ва осон қондирилиши мумкин. Аммо нақд пул ресурсларини пул купюралари билан адаштирмаслик керак. Халқаро бозорда нақд ресурслар дейилганда, ихтиёримизда мавжуд бўлган ҳар қандай пул маблағлари тушунилади.

Ликвидлилик талабларини бажариш ва хатарни камайтириш учун, банклар ўз активларининг бир қисмини ликвидли шаклда ушлаб туришлари шарт. Улар бунди, фондлар (жамғармалар)ни бошқа институтларнинг депозитларига жойлаштириш ёки пул бозорининг зарур ҳолларда тезда сотиш мумкин бўлган воситаларини сотиб олиш йўли билан амалга оширади.

Пул бозорининг турли воситалар билан ишловчи иштирокчилари:

- тижорат банклари;
- инвестиция жамғармалари;
- йирик ноомиявий компаниялар;
- халқаро молиявий институтлар ва бошқалар.

Марказий банк ҳам пул бозорининг фаол иштирокчиси бўлиб ҳисобланади. Аммо, турли мақсадларни кўзловчи, фойда олишдан тортиб, фоиз ставкаларининг ўзгаришини хеджирловчи бошқа қатнашчилардан фарқли ўлароқ, марказий банкнинг бошланғич мақсади, бозорда фоиз ставкаларини тартиблаштириш ва монетар сиёсатни юритишдан иборат.

Пул заҳиралари муддатли тақдим этиладиган нарх ва фоиз ставкаси билан ифодаланади.

Фоиз ставкалари битимнинг тури ва давомийлиги билан, битим амалга ошириладиган валюта билан қарз олувчининг кредит тўловига қобиллиги, ҳамда бозордаги талаб ва таклифнинг аҳволи билан белгиланади.

Пул бозори дилерлари харид (захираларни қарз олиш) ва сотиш (ссуда тақдим этиш) нархини котировкалайдилар. Худди валюта бозоридаги каби, бу нархлар тегишли равишда Bid ва Offer деб аталади. Дилерлар пул захираларини муддатли сотиб оладиган ва сотадиган нархлар ўртасидаги фарк «спред» (*spread*) дейилади.

Амалдаги воситаларни учта тоифа (категория) га бўлиш мумкин: спот битимлари, форвардли ҳамда опционлар. Кейинги икки тоифа асосан фоиз ставкалари тебранишларини хеджирлашда қўлланади.

Банк миждозларига банк кредитлари бўйича тақдим этиладиган фоиз ставкалари, одатда, банклараро бозордаги ставкалардан юқори бўлади. Бу нафақат кредитга қобиллик фарқлари, балки молиявий маслаҳат хизматлари кўрсатиш харажатлари ва қарз олувчининг ссуда бўйича талабларини қондириш (муддат, сумма ва ҳақозо) билан ҳам боғлиқ.

Пул бозоридаги операцияларни ўрганишда алоҳида эътибор, фоиз ставкаларини ҳисоб-китоб қилишда фойдаланиладиган услубларга қаратиш лозим.

Пул бозорида операциялар бўйича фоиз ставкаларини ҳисоб-китоб қилишда учта асосий жиҳатни белгилаб олиш керак:

- 1) мазкур битим учун фойдаланиладиган фоиз ставкаси;
- 2) фоиз даврини аниқлаш услуби;
- 3) фоизларни ҳисоблаб қўшиш услуби.

1. *Фойдаланиладиган фоиз ставкалари.* Пул бозорида битим бўйича фоиз даражаларини белгилашда, томонлар фоиз ставкалари турларидан бири хақида келишиб оладилар: контрактда келишиб олинadиган катъий фоиз ставкаси, ҳамда ўз негизида мувофик бозор воситаси бўйича мўлжалли фоиз ставкаси (Reference Rate)га эга бўлган фоиз ставкасини катъий чеклаб қўядиган ставкадир.

Асосий молиявий маркалар, ҳар куни вақтнинг муайян бир пайтида, бошқа битимлар учун мўлжал бўлиб хизмат қилувчи банклараро фоиз ставкасини катъий белгилаб қўяди.

Лондонда катъийлаштириладиган reference rate, Лондон банклараро таклиф ставкаси (London Inter Bank Offered Rate - *LIBOR*) сифатида маълум.

Фиксинг (катъийлаштириш) жараёни, яъни *LIBOR* ставкасини аниқлаш жараёни, Британия банкирлар уюшмаси (British Bankers Association - *BBA*) томонидан амалга оширилади. *BBA LIBOR* ҳисоб-китобида, фоиз ставкалари қўлланадиган банклар рўйхатига кирувчи биринчи тоифа банклар, аниқ бир валютада ва аниқ бир даврда, Гринвич бўйича 11:00да, меъёрий бозор суммаларида пул захираларини бошқа биринчи тоифали банкка ўзлари таклиф қилишга тайёр бўлган ставкаларни маълум қиладилар. *BBA* томонидан эълон қилинган барча фоиз ставкаларининг энг юқориларини тўртдан бир қисми ҳамда эълон қилинган барча фоиз ставкалари энг пастларининг тўртдан бир қисми ҳисобга

олинмайди. Барча эълон қилинган фоиз ставкаларининг қолган ярми, ўрта арифметик қийматга келтирилади. Олинган фоиз ставкаси аниқ бир валюта, давр ва фиксинг санаси учун LIBOR бўлади. LIBOR ҳисоб-китоби, фақат халқаро молия бозорларида муомалада ишлатиладиган асосий валюталар (USD, EUR, GBP, JPY, CHF) бўйича амалга оширилади.

LIBOR ставкаси 13 давр учун – 1-ҳафтадан 12 ойгача белгиланади.

Шундай қилиб, LIBOR мазкур фоиз ставкасининг ҳисоб-китобида қатнашувчи биринчи тоифали банклар учун минимал хатар ва ўртача даромадлиликнинг индикатори бўлиб хизмат қилади.

Ўзбекистон резидентларининг хорижий банклардан оладиган кредитларининг кўпчилиги, ўз негазида LIBOR ставкасига эга. LIBOR дан ташқари қўшилادиган маржа хорижий банкнинг мазкур битимдаги иштироки хатари учун LIBOR хоҳлайдиган компенсация ёки хатар учун тўловни ифодалайди.

2. Фоиз даврини аниқлаш услублари. Фоиз даврлари валютанинг ўзига, ҳамда битим амалга ошириладиган бозорга кўра турлича усуллар билан аниқланади. Услублардаги фарқ, транзакцион даврдаги кунларни ҳисобга олишга ва йиллик базавий даврни аниқлашга таалукли бўлади.

Халқаро амалиётда, базавий йил кунлари микдори учун 360 кун олинади. Англия фунт стерлинги, Белгия франки, Сингапур доллари, Ирланд паунти ва

Жанубий Африка ранди (шунингдек, ички япон бозорида япон йенаси) билан битимлар учун қўлланадиган инглиз усули бундан мустасно бўлиб, у бўйича базавий йиллик давр учун 365 кун қабул килинади, транзакцион давр учун эса, ҳар бир ой, 30 кунга тенг бўлиши шарти билан кунлар миқдори олинади. Бу усулда 31-сана ҳисобга олинмайди, февралда эса охириги сана учун қолдиқ 30 кунга неча кун етишмаётган бўлса, шунча марта такрорланади (яъни оддий йилда 2 кун ва кабиса йилида 1 кун).

Турли услублардан фойдаланишда, базавий йил учун битим бўйича кунлар миқдори нисбатидаги фарқ, битимга тегишли фоизларни ҳисоблаб чиқаришда акс этади.

3. *Фоизларни ҳисоблаб қўйиши услуги.* Дейлик, 2010 йилнинг 1 июнидан бошлаб 6 ой муддатга йиллик 10 фоиз эвазига 10.000.000. валюта бирлиги суммасида кредит берилади.

Битим бўйича, унинг муддати тугаши кунда олинадиган фоизли фойда калкуляцияси, (яъни ҳисоб-китоби) қуйидаги формула бўйича амалга оширилади:

Фоиз ставкаси * битим суммаси * кунлар сони

Базавий йилда кунлар сони (360-365)

Бунда олти ойдан кейин тўланадиган фоизли фойда қуйидагича бўлади:

$$\frac{\text{Халқаро услубга мувофиқ} \\ 10.000.000. *0,10*183}{360} = 508.333.33 \text{ бирлик}$$

$$\frac{\text{Инглиз услубига мувофиқ} \\ 10.000.000. *0,10*183}{365} = 508.396.86 \text{ бирлик}$$

$$\frac{\text{Ўзбекистонда қўлланиладиган услубга мувофиқ} \\ 10.000.000. *0,10*180}{360} = 500.000.00 \text{ бирлик}$$

Агар ҳисоблаб қўйилган фоизлар, қарзнинг асосий суммаси билан бирга, ўша ставка билан ва ўша муддатда қайта инвестицияланса (капиталлаштирилса), бу ҳолда мураккаб фоизларни ҳисоблаб қўшиш (compound interest) услуги қўлланади:

$$I - \text{Principal} * [(1+ic)t - 1],$$

бу ерда **I** – фоизнинг ҳисоблаб қўшилган суммаси;

Principal – асосий қарз суммаси;

ic – мураккаб фоиз ставкаси;

Фоиз ставкаси, ҳисоблаб қўшиш амалга оширилган даврга мутаносиб бўлиши керак, масалан, капиталлаштиришда йиллик 6 фоиз, ҳар ойда 0,5% ойлик ставкани беради;

t – қайта инвестициялаш (сармоялаш) даврлари сони.

Келтирилган мисолдан кўринадики, мураккаб фоизнинг тўлов суммаси, 10.000.000га 10% йиллик ставкаси бўйича, ойлик капиталлаштириш шарти билан (яъни 10% / 12- бир ойда) куйидагини ташкил этади:

$$10.000.000 * [(1+0,10/12)^6-1]=510,533.10.$$

Пул бозоридаги операцияларни иккита асосий турга бўлиш мумкин: «секьюритизацияланмаган» – қимматли қоғозлардан фойдаланилмайдиган (unsecured) ва «секьюритизацияланган» – қоғозлар қўлланадиган (secured). Биринчи турдаги операциялар сотилиши ёки ён берилиши (ўтказилиши) мумкин бўлган восита (қимматли қоғоз) билан шаҳодатланмаган битимларни ифодалайди. Бундай битимлар банк ва мижоз (ёки бошқа банк) ўртасида бевосита амалга оширилади. Бунинг натижасида олинандиган мажбуриятлар ёки активлар, бошқа шахсга ўтказилиши мумкин эмас. Секьюритизацияланган битимда кредитлаш ёки қарз олиш, стандартлаштирилган восита билан ифодаланган бўлиб, уни зарур ҳолларда сотиш ёки ён бериш мумкин, битим натижасида олинандиган мажбуриятларни ёки активларни – иккиламчи бозорда сотиши ёки сотиб олиши мумкин.

Банкларнинг кредитлари ва депозитлари билан бир қаторда, банк мижозлари билан банклар ўртасидаги савдоларда, қимматли қоғозларининг хар хил турларидан фойдаланилади:

- а) хазина облигациялари;
- б) депозитли сертификатлар;
- в) банк акцептлари;
- г) тижорат қоғозлари.

Ғазначилик облигациялари ёки ДҚМ – давлат қисқа муддатли облигациялари, ҳукумат томонидан (одатда молия вазирлига томонидан) 1 йилгача бўлган, одатда 3 ёки 6 ойда сўндириш муддати билан чиқариладиган қарз воситаларидир. Ушбу қарз воситаси – хатари нолга тенг бўлган ягона воситадир. ДҚМОни чиқариш орқали ҳукумат, вақтинча бюджет камомадини қоплаши, пул массасини назорат қилиши, ҳамда мамлакатдаги инфляция даражасини ҳам назоратга олиши мумкин.

ДҚМО дисконт шаклида чиқарилади, яъни дисконт билан – номинал қийматидан чегирма билан сотилади, кейин сўндириш санасида тўлиқ номинал қийматида сўндирилади. Эмиссия қилингандан кейин, ДМҚО билан операциялар иккиламчи бозорда ўтказилади. ДМҚОнинг чиқарилиш нархи ва сўндирилиш нархи ўртасидаги фарқ, фоиз фойдасини ташкил этади.

Maturity

$$F.V. = P * (1 - Yield * \text{-----}),$$

356

бу ерда F.V. – Face value – номинал қиймат (ёки сотиш нархи);

P – price – чиқарилиш нархи (ёки харид нархи);

Yield – даромадлилик (дисконт ставкаси);

Maturity – сўндирилишгача бўлган кунлар сони.
Бундан келиб чиқадиган ДМҚ нархи

$$P = \frac{F.V.}{1 + \text{yield} * \text{Maturity} / 365}$$

-----ни ташкил этади

Мисол:

Номинали 1000 сўм бўлган ва Молия вазирлиги томонидан чиқарилган ДҚМнинг нархи 3 ой (91 кун) дан кейин 20% йиллик даромад билан сўндирилганда қуйидаги кўринишга эга бўлади:

$$P = \frac{1000}{1 + 0.20 * 91 / 365} = 952.50$$

Дипозитли сертификатлар – CD (Certificate of Deposit) - пул бозорида муомалада бўладиган ва банклар томонидан 1 ойдан 12 ойгача чекланган муддатда, эмитент банкнинг кредитлаш лаёқатлигига боғлиқ ҳолда, қатъий фоиз ставкаси бўйича чиқариладиган қисқа муддатли воситалар. Улар асосан банкнинг қисқа муддатли кредит операцияларини молиялаш учун чиқарилади.

Банк акцептлари – BA (Bankers Acceptance) банклар томонидан акцептланган ўтказма векселлар – тратталар, халқаро савдони молиялаш учун фойдаланилади. Банк траттани акцептлайди, у кейин экспортёрдан товар сотиб олиш учун қўлланади, яъни банк акцептланган ўтказма векселни экспортёрга сотади, у эса бунинг эвазига импортёрнинг

фойдасига товар юклаб жўнатади. Дисконт шаклидаги фойз ставкаси банкнинг кредит рейтингига боғлиқ. Шу тарзда, банк акцептининг олувчиси, тратгани акцептлайдиган банк томонидан тўловни олиш ҳуқуқига эга бўлади. Банкнинг тўловга лаёқатсизлик ҳолати юз берганда, экспорт килувчи тўловчи вексель бўйича қарздордан, яъни импорт килувчидан талаб қилиш ҳуқуқини сақлаб қолади. Аммо банкнинг вексел бўйича сўзсиз тўлаш мажбурияти, векселдаги «акцептланган» ёзувли муҳрда ифодаланган бўлиб, бу нарса ушбу қоғознинг пул бозорида муомалада бўлишини таъминлайди.

Тижорат қоғозлари – СР (Commercial Paper) – яхши обрў-эътиборга ва юқори кредит рейтингига эга бўлган йирик компания тимсолидаги қарз олувчининг ёзма мажбурияти шаклида чиқарилади. Тижорат қоғозларни чиқариш билан у, пул бозорига тўғридан-тўғри чиқиш имконига эга бўлади. Тижорат қоғозлари илк бор АҚШда пайдо бўлиб, пул бозори ривожланган бошқа мамлакатларда ҳам оммалашди. Ёзма мажбуриятлар асосан, номинал қийматга нисбатан, дисконт (чегирма) билан одатда 9 ой муддатга чиқарилади. Дисконт миқдори қарз олувчининг нуфузи ва кредитга лаёқатлилигига боғлиқ. СРнинг бозордаги ликвидлилиги уни чиқарувчи компаниянинг катталиги ва эмиссияси ҳажмига боғлиқ. Масалан, Жeneral Motorс Аксентанс Корп. (СМАС) ва Жeneral электрик кредит томонидан чиқарилган СР юқори ликвидли ҳисобланади.

5.2. Пул бозорида форвард операциялари

Пул бозоридаги форвард операциялари, одатда, пул ресурслари қиймати ўзгаришларини, яъни, улар бўйича фоиз ставкаларининг нохуш томонга ўзгариши хатаридан хеджирлаш учун амалга оширилади. Ушбу битимлар воситасида қарз олувчи ўзига, қарз олишнинг максимал ставкасини таъминлаб олиши (ўзини фоиз ставкаси олишидан хеджирлаши) мумкин. Сармоядор (инвестор) эса, бозордаги фоиз ставкалари ўзгаришидан қатъи назар, ўз ресурсларини қўшиши мумкин бўлган энг кам ставкани таъминлайди.

Одатда форвард операциялари хеджинг мақсадида амалга оширилади ва чайқовчилик хусусиятига эга бўлмайди. Келгусидаги фоиз ставкаси тўғрисидаги битим – FRA (forvard rate agreement), яъни, пул бозоридаги «своп» операцияларини кўриб чиқамиз.

5.3. FRA битимлари

FRA - қисқа муддатли фоиз ставкаларининг биржадан ташқари форвард олди-сотдисининг кўпроқ тарқалган воситаси. Бу битим воситасида фоиз ставкаси, битим тузилган вақтда, келгусидаги муайян даврга қатъийлаштириб (чеклаб) қўйилади.

FRA – биржадан ташқари восита бўлиб, миждознинг махсус талабларига тўлиқ жавоб бериши мумкин: битимнинг суммаси, валютаси ва саналари миждоз томонидан эркин танлаб олиниши мумкин.

FRA нинг иккиламчи бозори мавжуд эмас, чунки стандартлаштирилмаган воситага (биржага тегишли-сидан фарқли равишда) нисбатан, айнан бир хил та-лабли мижозни топиш мумкин эмас. Бинобарин, маз-кур битим натижасида очилган позиция, унинг даст-лабки иштирокчилари томонидан ёпилиши лозим.

Шу билан бирга FRA, балансан ташқари восита бўлиб ҳисобланади. У жорий банк балансидаги активларда ёки пасивларда ҳисобга олинмайди.

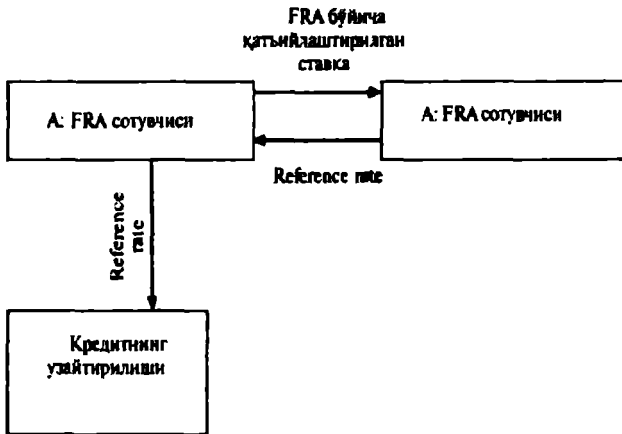
Мисол: дейлик, банкнинг мижози уч ойдан кейин ўзига олти ойга, муддатли кредит зарур бўлишни билади. Бундай ҳолат баҳорда уруғ экиш ҳаражатлари учун қандай ставка бўйича кредит олиши мумкинлигини қишдаёқ билишни ҳоҳловчи ва шу ҳисоб-китоб билан ўз маҳсулотини сотадиган фермерга нисбатан қўлланиши мумкин. У фоиз ставкани қатъийлаштириб қўйишни сўраб, банкка муурожаат этиши мумкин.

FRA куйидаги имкониятларни беради:

– **FRA хариди** – қарз олувчи битимни ASK томонидан, яъни банкнинг FRA сотуви томонидан қатъийлаштириб қўйди ва шу тарзда фоиз ставкасининг эҳтимолдаги ортишидан хеджирланади.

– **FRA сотуви** – кредитор (инвестор) битими Bid томонидан, яъни банкнинг FRA хариди нарҳида чеклайди ва демакки, келгусида фоиз ставкасининг пасайиши эҳтимолидан хеджирланади.

Диаграмма FRA харидори ва сотувчиси ўртасидаги муносабатларни кўрсатади



8-расм

FRA нинг одатдаги форвард депозитларидан фаркланувчи хусусияти шундан иборатки, бунда ҳисоб-китоблар фақат FRA ва REFERENCE RATE бўйича фоиз ставкаси ўртасидаги фарқни ташкил этувчи сумма бўйича амалга оширилади (асосан бу ставканинг вазифасини Буюк Британия банкирлар Ассоциацияси – BBA, EURIBOR ва ҳоказолар томонидан, ҳар куни қайд этиладиган LIBOR бажаради). Тахмин қилинган контракт суммаси бўйича ҳисоб-китоблар амалга оширилмайди.

Агар фиксинг санасида FRA контракти бўйича ставка, киёсий (reference) сузувчи ставкадан юқори бўлса, FRA харидори, контракт сотувчисига тўлайди.

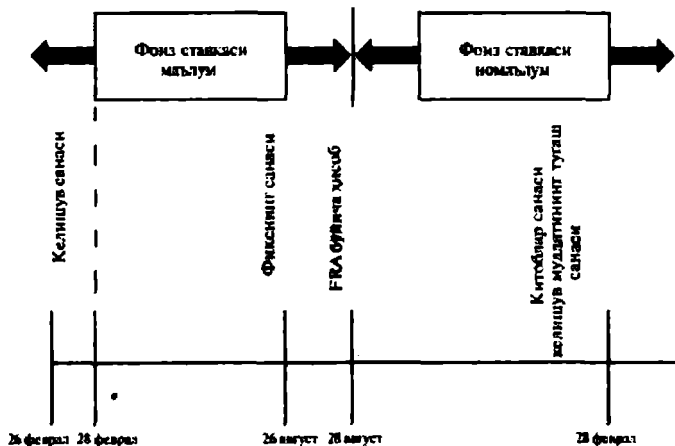
Агар FRA контракти бўйича ставка, қиёсий (reference) сузувчи ставкадан кўра паст бўлса, FRA сотувчиси контракт харидорига тўлайди.

Фоизнинг қиёсий сузувчи ставкаси, FRA контракти ставкасидан фарқланган ҳолатда, битим томонларидан бири компенсацияловчи тўловни олиши лозим. Бу ҳар икки томонга, эҳтимолдаги кредит / депозит бўйича ҳақиқий ставка, келишилган катъий фоиз ставкасига келтирилишини кафолатлайди.

5.4. FRA нархларини белгилаш

Республикадаги кўплаб ташки иқтисодий фаолият иштирокчилари, хорижий сармоядорлар томонидан тақдим этиладиган, муайян лойиҳалар учун кредит оладилар. Кўп ҳолларда бундай кредитлар сузувчи фоиз ставкаси билан тақдим этилади. Одатда, у ҳар олти (баъзан уч) ойда қайта кўриб чиқилади ва LIBOR ставкаси + маражага бириктириб қўйилади. Хатар учун қўшимча тўлов сифатида лойиҳанинг кафолати мавжудлиги, сифати ва ҳақозоларнинг ишончилигига боғлиқ равишда кўрсатилади. Кредитор, шу аснода, ўзига бозорниқидан юқори фойда меъёрини кафолатлайди. Суда капитали Евробозори ҳаракатчан бўлиб, келгусида қарз олувчи миқдор учун фоиз ставкалари ошиши хатари мавжуд. Фараз қилайлик, кредит бир йил муддатга, фоиз ставкаси олти ойдан кейин кўриб чиқиладиган лойиҳа учун тақдим этилди.

Фоиз ставкаси, олти ойлик LIBOR ставкаси + катъий маржага тенг. Шундай қилиб, қарз олувчи кейинги олти ойда ўзи қандай фоиз ставкаси тўлаши лозимлигини билади. Ўзбекистондаги миждоз ўз банкдан FRA битими тузишни ва шу бугуноқ ушбу ставкани қайд этиб, бозорда амалга оширишни истайди. Аммо, бунинг қийинчилиги шу билан изоҳланадики, республикада пул бозори бугунги кунда бирмунча суст ривожланган, шунинг учун банк халқаро банклараро бозорга киришга мажбур бўлади. Бундай турдаги банклараро битимларни амалга ошириш, банклараро депозит кўринишида, муайян суммадаги гаров киритиладиган операциялар бўйича кредит линиялари очишни кўзда тутати.



9-расм

Фараз қилайлик, РЕЙТЕР мониторида биз 6,88 / 6,90га тенг бўлган, ўн икки ойга қарши олти ойлик FRA ставкасини кўраимиз. Қарз олувчи, кредит олинган вақт учун фоиз ставкасини билади, масалан 2000 йил 28 февралдаги, бунгача бўлган икки кун аввалгисини билади. Аммо у, олти ойдан кейин қандай бўлишини билмайди (9-расм).

$$\begin{array}{l} \text{FRA} \\ \text{бўйича} \\ \text{Тўлов} \\ \text{суммаси} \end{array} = \frac{\text{FRA бўйича (LIBOR ставкаси 26 олти / 2000йи контракт ставкаси)*} \\ \text{Тўлов суммаси} + \text{Контракт суммаси} * \text{контракт даври}}{360 + (2000йи 28 олти LIBOR ставкаси) * \text{Контракт даври}}$$

2000 йил 26 февралда LIBOR «спот» санасидан бошлаб, олти ойга қатъийлаштириб қўйилди. Бинобарин, фиксингнинг кейинги санаси 2000 йил 26 августда бўлди. Кейинги ставка қандай бўлишини қарз олувчи ҳозирча билмайди, аммо FRA 6x12 контрактни харид қилиб; 6,90% ставкада «мустаҳкамланиб» олиши мумкин.

26 августда кейинги олти ойга ставка маълум бўлади. Айтайлик, у 7,90% гача кўтарилади. Тўлов, кредит бўйича фоизларнинг биринчи тўлови санасида амалга оширилади. FRAга мувофик, жорий LIBOR ставкаси ва контракт бўйича ставка ўртасидаги суммани ташкил этувчи ҳисоб-китоб контракт суммаси формула бўйича чиқарилади.

28 августда ҳисоб-китоб қилинган бир миллион долларлик контракт учун юқорида келтирилган мисолда натижа қуйидагича бўлади:

$$\begin{array}{l} \text{FRA бўйича тўлов} \\ \text{суммаси} \end{array} = \frac{(0,0790 - 0,690) * \text{USD } 1,000,000 * 183 \text{ кун}}{360 + (0,0790 * 183 \text{ кун})} = \text{USD } 4,887,07$$

Агар тўлов суммаси мусбат, яъни LIBOR контракт бўйича ставкадан юқори бўлса, FRA сотувчиси харидорга тўлайди. Агар сумма манфий, яъни LIBOR контракт бўйича ставкадан паст бўлса, харидор сотувчисига тўлайди. Бизнинг мисолимизда, FRAnи сотиб олган қарз олувчи 4,997.500 АКШ доллари олади. У булардан, олинган кредит бўйича ўсган фоиз ставкasi, 1%ни молиялаш учун фойдаланиши мумкин. (7,90%-6,90%). Бу сумма шунингдек, фоизлар учун депозитга жойлаштирилиши ҳам мумкин.

Харидор нуктаи назаридан кредит нетто (соф) қиймати қуйидагича бўлади:

$$\text{Кредит нархи} = \frac{1.000.000 * 7,90 * 183}{360 * 100} = \text{USD } 4,887.07$$

$$\text{FRAдан олинган фойда} = \text{USD } 4,887.07$$

$$\text{FRAдан олинган фойда} = \frac{\text{USD } 1.000.000 * 6,90 * 183}{360 * 100} = \text{USD } 35,075.00$$

$$\text{НЕТТО ҚИЙМАТ} \quad \text{USD } 35,075.00.$$

Кредит бозор 7,90% бўйича пролонгация килинади (муддат узайтирилади).

Аммо, FRA харидори томонидан олинган сумма, шу миқдор фоизлари билан биргаликда, кредитга хизмат кўрсатиш ҳақиқий харажатларини, яъни контракт бўйича ставкаларни 6,90% камайтиради:

$$\text{Контракт ставкasi бўйича фоиз харажатлари кредит фоизлари} = \frac{\text{USD } 100.000 * 6,90 * 183}{360 * 100} + \text{USD } 35,075.00$$

FRA контрактни нархи қай тарзда белгиланишини кўриб чиқамиз.

Худди форвард валюта контрактларидаги каби. FRA бўйича фойз ставкаси, битим тузилган пайтда маълум бўлган маълумотлар базасида ҳисоблаб чиқилади. Ҳисоб-китоблар мазмуни шундан иборатки, бутун давр бўйича фойз харажатлари, бизнинг мисолимизда, ўн икки ой олти ойлик икки давр бўйича аниқ равишда фойз харажатлари суммасига тенг бўлиши лозим:

Қаймант

Ўзлаштиришга оид/Илмостисоли.ком
Кредит оид/Кредитга оид
6 ойга

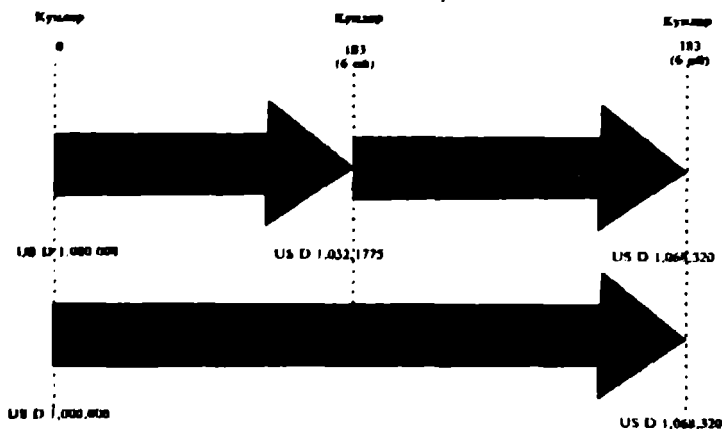
Қаймант

Қаймант

+Ўзлаштиришга оид/Илмостисоли.ком
= 6 ойга.6 ойлик қаймант (6 x 12)

Жорий LIBOR, 6 ойга + 6,33%

Жорий LIBOR, 12 ойга + 6,72%



Бундан:

$$\text{Кредит қарз суммасы} \left[1 + \frac{633 \text{ ой}}{12 \text{ ой} * 100} \right] * \left[1 + \frac{\% \text{ ставка } (6 \times 12) * 6 \text{ ой}}{12 \text{ ой} * 100} \right]$$

Бундан:

$$\text{Кредит қарз суммасы} * \left[1 + \frac{(6.72) * 12 \text{ ой}}{12 \text{ ой} * 100} \right]$$

Бу ўхшашликларни ўзгартириб, «А қарши В» даври учун FRA фоиз ставкаси умумий формулага эга бўлиш мумкин:

$$\text{ФРА Ставкаси} = \frac{(1 + R_L * D_L / \text{year})}{1 + R_S * D_S / \text{year}} - 1 * \frac{\text{Year}}{D_L D_S}$$

Бунда:

RL – узун давр учун фоиз ставкаси;

DL – узун даврадаги кунлар сони;

Rs – қисқа муддат учун фоиз ставкаси;

Ds – қисқа даврдаги кунлар сони;

Year – Базис йилдаги кунлар сони (360 ёки 365).

Шундай қилиб, биз танлаган мисолда FRA ставкаси ҳисоб-китоби қуйидагича амалга оширилади:

$$\text{ФРА Ставкаси} = \frac{(1 + 0,0672 * 366 / 360)}{1 + 0,0633 * 183 / 360} - 1 * \frac{360}{183} \quad (6 \times 12)$$

Бозорда FRA контракти учун коммиссион ҳақ олиш одатда амалда эмас, шу боис банклар фойда олиш учун Bid (харид) ва ASK (сотув) томонларини котировка қилинади. Мисол учун 6,88/6,90. Спред миқдори (харид ва сотув нархи ўртасидаги фарк) контракт суммасига, котировкаловчи банкнинг форвард позициясига, мазкур миждоз билан ўрнатилган муносабатлар ва бозор шарт-шароитларига (яъни бозор ликвидлигига) боғлиқ.

Ўзбекистон банклари халқаро бозорга чиқишда, дастлабки вақтларда, бошқа Ғарб банклари билан тенг ҳуқуқда минимал спред ололмасликлари тушунарли, албатта. Аммо бу, бизни ривожланган пул бозорларида кенг қўлланадиган хеджирлаш воситаларини ўрганишдан тўхтатмаслиги керак. Жаҳон хўжалигига тўлиқ интеграциялашгандан сўнг, бизнинг давлатимизда қатъий валюталардаги операциялар ҳажми ҳам ўсади. Бу умуман, хорижий мамлакатлар билан савдо-сотик қилиш каби табиий ҳол. Банклар рақобатчилик шароитларида, ўз миждозларини ва ўз миждозлари учун, шунингдек ўз хусусий экспозицияларини хатардан хеджирлаш учун, хеджирланишлари лозим бўлади. Юқорида кўриб чиқилган мисоллардан қуйидагилар келиб чиқади:

– FRA контракти хариди фоиз ставкалари учун FRA даражасидан юқорига кўтарилишидан хеджирлайди ва бунда қарз олувчи томонидан фойдаланилади.

– FRA контракти сотувчи фоиз ставкаларини FRA даражасидан пастга тушишидан хеджирлайди ва сармоядор томонидан фойдаланилади.

FRАнинг устуворлиги шундан иборатки, ҳисоб китоблар контракт суммасида reference rate ва FRA ставкаси ўртасидаги фарқлар суммасига мажбуриятларини қабул қилмайдилар ва бирор томоннинг дефолт ҳолатида, фақатгина FRA фоиз ставкаси ва reference rate ўртасидаги фарқ суммасидан хатарланади.

Бу устуворлик, фақатгина шерикнинг дефолт хатарини чеклаб қолмасдан, балки айрим ҳолларда катта капитал иштирокисиз, фоиз ставкалари ҳаракатида чайқовчилик қилишга ҳам имкон берди. Мисол учун, мамлакатда муайян вақтдан кейин инфляция ўсиши тахмин қилинмоқда. Бунга жавобан мамлакатда фоиз ставкалари оширилиши кутилади. FRA ставкалари, худди бошқа барча Firm hedging контрактлари каби, жорий бозор вазиятларидан тахмин қилинмай, балки ҳисоб-китобли саналади. Шу сабабли рэйдер, FRA контрактини сотиб олишга қарор қилади. Агар мамлакатда фоиз ставкалари ўсиши ҳақидаги унинг тахмини ўзини окласа, бу ҳолда у, контракт суммасига фоиз ставкалари фарқи кўринишида фойда олиши мумкин.

Ўзбекистонда, бугунги кунда, мазмун-моҳияти ва аҳамияти бўйича LIBOR, ЕВРОБОР ставкалари каби ёки АҚШ хазина облигациялари ставкасига ўхшаш,

reference rate ставкаси мавжуд эмаслигини ҳисобга олсак, назаримизда, пул бозорида форвард битимларини қўллаш мумкин.

Бундай битимлар бўйича ҳисоб-китоблар, FRA бўйича ҳисоб-китоблардан фарқ қилади, FRA да ҳисоб-китоблар FRA ставкаси ва reference rate ўртасидаги фарқ ҳисобига амалга оширилади. Бу каби ставкалар бўйича, ҳозирча пул ресурсларига рухсат олиш учун имкон берувчи рейтингга ва ишончга эга бўлган банклар кам, миқдорлар эса ундан ҳам камроқ. Бинобарин, дастлабки босқичда контракт суммасининг ўзига ҳисоб-китоб қилинган битимлар амалга оширилиши керак.

Мисол: Фараз қилайлик, феврал ойида қишлоқ хўжалигида фаолият юритаётган фермер хўжалиги молиявий бошқарувчиси, апрел ойига келиб уруғлик учун 50.000.000 сўм талаб этилишини билади. Шунингдек, экиш вақтида фоиз ставкалари ўсишини ҳам тахмин қилади, чунки бу даврда, одатда, кредиторларга талаб юқори бўлади. Фермер хўжалиги кредитни октябр ойида ҳосилни сотганидан кейингина сўндира олади. Демак, молиявий бошқарувчи ўзига уч ойдан кейин олти ойлик муддатга кредит берилишини сўраб банкка мурожат этади (3х 9).

Банк томонидан февралда берилган, уч ойлик бўйича фоиз ставкаси 25% даражасида, тўққиз ойлик ДҚМга инвестициялар 18% даражасида бўлган. Банк кафолат ёки хеджир полиси мавжуд бўлганда, миқдор

хатари учун 6% кўшиб, 24% тўққиз ойлик ставкани ҳисобга олиши мумкин. Уч ойга кредит тақдим этган банк, қуйидаги 3X9 ой ставкани котиrowкалайти:

$$\text{Ставка } 3x9 \text{ ой} = \left[\frac{1+0,24 \cdot 270/360}{1+0,25 \cdot 90/360} - 1 \right] \times \frac{360}{180} = 22.12 \%$$

Ҳисоб-китоблардан кўринадики, банк олти ойдан кейинги олти ойлик кредитни 23% котиrowкалаб, ўз фойда меъёрини олиши мумкин.

Ушбу ставка бозорниқидан паст бўлади, аммо бу банкнинг ўз даромад меъёрини олиши ва шу билан бир вақтда миқознинг қиммат бўлмаган кредитга талабини қондириш учун кифоя килди. Шу тарзда миқоз ўзини эҳтимолдаги фоиз ставкаси кўтарилишидан хеджирлайди, бундан ташқари у фоиз ставкасини, бозор курсидан кўра қулайроқ даражада амалга оширди.

Бошқа мисол: Банк миқозига, 10 сентябр куни унинг ҳисобварағига сотилган маҳсулот тушуми келиб тушиши, июнь ойидаёқ маълум эди. Бу маблағлар унга 10 декабрга қадар керак бўлмайди. У ушбу суммани банкда депозитга қўйиши мумкин. Тахмин қилинаётган маълумотларга кўра, инфляция уч ойдан кейин пасаяди. Шу боис, қайта молиялаш ставкаларининг пасайиши ва бунинг натижаси ўларок, умуман банк фоиз ставкаларининг пасайиши кўзда тутилади. Дейлик банкда ресурслар мавжуд бўлиб, уни 20% ставкада уч ойга олган. У буларни июн ойдан декабрга қадар 24% ставка бўйича жойлаштиради:

$$\text{Ставка 3х6 ой} = \left[\frac{1+0,24 \cdot 180/360}{1+0,20 \cdot 90/360} \right] \times \frac{360}{180} = 26,67 \%$$

Шу тарика, банк фойда олиш учун миждозига 26,67%дан кам бўлмаган ставкани котировкалаши лозим. Айтайлик бу 25 фоизлик ставка бўлади. Мазкур шароитларда миждоз ўзини фоиз ставкаларининг пасайиши хатаридан хеджирлаши, ҳамда депозитни каттароқ фоиз ставкасида жойлаштириш имконига эга.

5.5. Фоиз ставкали «своп» операциялари

Фоизли своп, ўзида ягона бир валютадаги фоиз тўловлари алмашинувини ифода этади. Одатда, бундай битимлар бир йилдан ортиқ муддатга амалга оширилади. Бундай свопларда ҳеч қачон асосий суммани айрибошлаш кўзда тутилмайди. Фоизли свопларнинг бир қадар кенг тарқалган турида, қатъий фоизли ставкадаги тўловларнинг сузувчи ставка бўйича фоиз тўловларига алмаштириш юз беради (худди LIBOR каби «reference rate»га асосланган) - купонли своп.

Аммо своплар шунингдек, базавий своп кўринишида сузувчи ставканинг бошқа бир сузувчи ставкага айрибошланиши билан амалга оширилиши ҳам мумкин (масалан, 3 ойлик LIBOR олти ойлик LIBORга). Свопнинг кўзда тутилган асосий суммаси, камида 5 млн. АҚШ доллари миқдорида бўлиши керак.

Фоизли своплар, фоизли хатар экспозицисидан хеджирланиш имконини беради. Фоизли своплар савдоси биржадан ташқари бозорда юз беради. Мижоз битимининг амал қилиши бошланишини, шунингдек контрактнинг муддати ва суммасини эркин белгилашга ҳақли.

Лекин своплар билан FRA ўртасида муҳим тафовутлар бор:

– одатда фоизли своп битим. тузилганидан кейинги иккинчи иш кўнида кучга киради. Биринчи марта LIBOR битим тузилган кунда қайд этилади ва сузувчи фоиз ставкасининг тўловчиси LIBOR фиксингининг биринчи даври тугаши санасига фоиз тўлайди;

– қатъий ва сузувчи фоиз ставкалари бўйича тўловлар ҳар доим ҳам бир вақтда амалга оширилавермайди. Сузувчи фоизли ставка бўйича фоиз тўловлари, LIBOR бўйича муддат тугаган кунда амалга оширилади.

Мисол учун, агар битим бошланиши – 8 май 2010 йилда бўлса, сузувчи фоиз ставкаси бир ойлик LIBORга тенг, бу ҳолда сузувчи фоизнинг биринчи тўлови 2010 йил 8 ноябрда амалга оширилади.

Қатъий фоиз ставкаси бўйича тўловлар одатда ҳар йили амалга оширилади. Ўз навбатида, бир йилдан кейин қатъий фоиз ставка тўловчиси ўзининг биринчи тўловини иккинчи ярим йилликда олиши лозим бўлган. Сузувчи ставка чегирилган қатъий ставка суммасида амалга оширилади.

Агар сузувчи ва қатъий фоиз ставкалари бўйича тўлов саналари мос келса, ҳисоб-китоблар неттинг тўлови шаклида, яъни кичик фоиз ставкаси тўловчиси фойдасига фоиз ставкалари фарқида амалга оширилади.

Мисол: «Х» банки LIBOR сузувчи ставкаси + 3% бўйича икки йилга, банкдан 5.000.000.00 АҚШ доллари суммасида кредит олди. Бу кредит қатъий ставка бўйича худди шундай муддатга молиялаш учун фойдаланилади. Агар фоиз хатари хеджирлан-маса, LIBOR қиймати берилган кредитнинг қатъий ставкасидан минус 3%га кўтарилиши билан банк зарар кўради.

Бу ҳолда фоиз хатари фоизли свопни амалга ошириши йўли билан қопланиши мумкин, унга кўра банк фоизнинг қатъий ставкасини тўлайди ва унинг су-зувчи ставкасини олади.

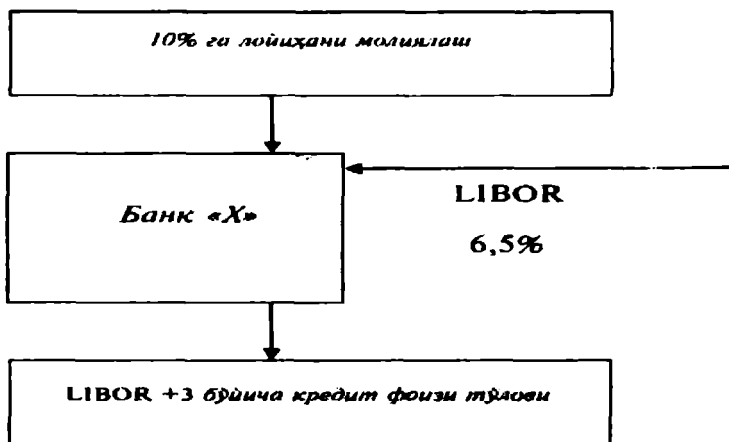
Айталик, банк своп бўйича 6,5% қатъий фоиз ставкасини тўлайди. Бу ҳолда у қатъий фоиз ставкаси бўйича, лойиҳа учун йиллик 10% кредит беришга қарор қилади.

Барча «своп» битимлари амалга оширилгач, банклар томонидан тасдиқланади ва ягона стандарт битим билан тартибга солинади. ISDA (international SWAPS Derivatives Association) икки версияда битим намунасини эълон қилди, улардан бири инглиз қонунларига асосланган, бошқаси эса - америка қонунларига асосланган.

Битим тузилганидан сўнг вазият қуйидагича тус олади:

«Х» банк лойиҳага сармоялар учун 10% олади ва ҳар ярим йилда «своп» битими бўйича 6,5% тўлайди. Шу билан бир вақтда, у олинган кредит бўйича LIBOR+3% йиллик тўловини амалга оширади ва «своп» битими бўйича LIBOR ставкасида тўлов олади.

Натижада банк йиллик 0,5% даромад олади. Чизмада у қуйидагича кўринишда бўлади:



Дейлик, банк 3 ойлик LIBORга асосланган ставка бўйича 10 000 000, 00 долларлик кредит берди ва ўзини фоиз ставкалари пасайишидан хеджирлашни истади. Чунки АҚШ доллари бўйича қисқа муддатли фоиз ставкалари пасайиши эҳтимоли мавжуд.

Кредит бўйича	+LIBOR
Своп бўйича	- LIBOR

7-жадвал

Бозор ставка-лари	3 ойлик LIBOR 6,3%	3 ойлик LIBOR 6,8%	3 ойлик LIBOR 5,5%	3 ойлик LIBOR 5%
Сана	0	3 ойлик	6 ойлик	9 ойлик
	+6,3%	+6,8%	+5,5%	+5%
СВОП	+6,3%+6% =-0,3%	+6,8%+6% =-0,3%	+5,5%+6% =-0,3%	+5%=6% -0,3%

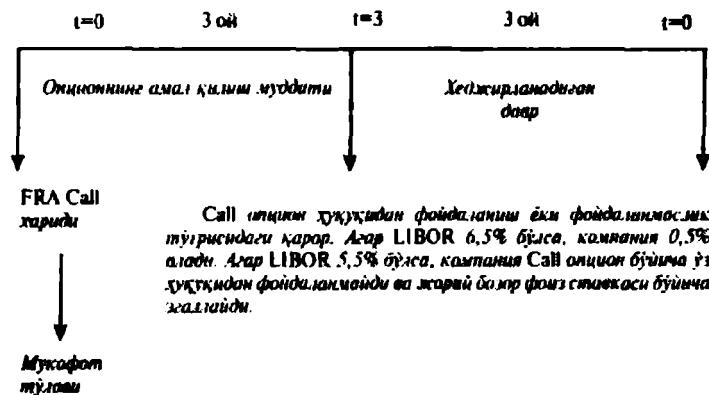
Банк «своп»ни амалга оширади, унга кўра 6% катъий ставкани олади ва йил давомида бутун суммага LIBOR ставка тўлайди. (2-жадвал). Мазкур ҳолатда своп 6% фойда олишни кафолатлайди. Шу билан бирга хеджирлашнинг мазкур тури, опционлардан фарқи равишда шериклар ўртасида фоиз ставкалари фарқига ҳисоб китобларни бажаришни кўзда тутди.

5.6. Фоиз ставкалари опционлари

Халқаро молия бозорларидаги кучайиб бораётган беқарорлик компаниялар, институционал инвесторлар (сармоядорлар) ҳамда молиявий институтлар учун иш жараёнлари ўзгаришига имкон берди ва хатарни англашнинг янги даражасига олиб келди. Фоиз беқарорлигининг юқори даражаси фоиз ха-

тарини янада сифатлироқ қопланишини талаб этади. Фоиз хатарини қоплаш услубларидан бири FRA ҳисобланади, аммо уни хатар хеджирланиши билан қўлланилганда бозорда юзага келиши мумкин бўлган юқори фоиз ставкасидан фойдаланиш имконияти йўқолади. Бундай имкониятни фоиз ставкалари опционлари беради. Опционлар савдоси ташкил этилган банкларда ҳамда бир қадар муҳим резерв валюталар бўйича банклараро (биржадан ташқари over the counter) бозорда юз беради.

Call ва Put опционлари учун умумий бўлган, акция опционлари ва валюта опционлари учун фойдаланиладиган ёндашув, шунингдек фоизли опционлари учун ҳам мос келади. Ўз навбатида фоизли опционларни фоизли ставкалар опционларига ва облигациялар опционларига ажратиш мумкин.



Фоизли ставка кафолати. Одатда фоизли ставка кафолатини (IRG-Interest RATE Gkaranítee) қарз олувчилар ёки кредиторлар опционни деб аталади. FRA битими харид қилиш ёки сотиш опционини ифодалайди. IRGни ижро этишда, томонлар бошланғич вақтданок FRA кол опционини сотиб олиш билан қарз олувчи келгусидаги фоиз ставкалари опционидан хеджирланади. FRA пут опционини сотиш билан инвестор келгусидаги фоиз ставкалари пасайишидан хеджирланади.

Шу сабабли компания муайян фоиз ставкаси, масалан, йиллик 6% бўйича FRA контрактини сотиб олиш ўрнига 6% га тенг страйк нархи (опционнинг ижро нархи) бўйича уч ойдан кейинги ҳисоб китоблар санасига эга бўлган 3 ойлик «кол» опционни сотиб олади. FRA контрактига сотилган тақдирда компания фоиз ставкасига «пут» опционини сотиб олиш мумкин.

Рағбат тўлови IRG бўйича тўланадиган рағбат жорий ёки йиллик базис пунктларида котировкаланиши мумкин. Мазкур ҳолатда котировкаланишни қандай тури қўлланилганини фарқлаш ниҳоятда муҳим. Агар котировка жорий базис пунктларига асосланган бўлса, бу ҳолда тўланадиган рағбат, контракт суммасига кўпайтирилган базис пунктлари миқдорига тенг. Масалан, агар рағбат 25 базис пунктни, контракт эса 10.000.000 ЕВРОни ташкил этса, бу ҳолда умумий рағбат тўлови $0,25/100 * 10\ 000\ 000 = 25\ 000$ ЕВРО тарзида ҳисоблаб чиқилади.

Агар котировка йиллик базис пунктларида амалга оширилса, бу ҳолда умумий рағбат йиллик базис пунктлари миқдорининг даврдаги кунлар сонига (365га бўлинган) ва номиналга кўпайтмасига тенг. Масалан, агар рағбат йилига 25 базис пунктни ташкил қилса, кўрилатган давр 184 кунга тенг бўлса, бу ҳолда рағбат тўлови қуйидагича тарзда ҳисоблаб чиқарилиши мумкин:

$$(0,25/100) * (184/365) * 10\,000\,000 \text{ EUR} = 12\,602,72 \text{ ЕВРО}$$

Рағбатини турли услубларда ҳисоблаб чиқариш натижалари, аниқ котировкаланининг аҳамиятини кўрсатди.

IRG опционининг рағбати одатда, «эртага» яъни битим санасидан кейинги иккинчи иш кунинда тўланади. Бу шарт баъзан ўзгаради, бинобарин сана битим тузилган вақтда келишиб олинishi керак. Ижро кунинда IRG опционининг ижро нархи, Британия банклари уюшмаси тавсия этган фоиз своплари шартларига кўра ўрнатилади, ҳамда кўрилатган даврдаги евровалютадаги LIBOR ставкаси билан киёсланади.

Агар LIBOR қатъий ставкаси «ютукли» ҳисобланса, IRG опциони эса харидор томонидан фойда билан бажарилиши мумкин. Бу ҳолда опционнинг ижроси одатда ўз-ўзидан амалга ошади. IRG опциони ижро нархига эквивалент бўлган фоиз ставкаси

бўйича, келишилган муддатга, харидорга амалда ссуда тақдим этиш ўрнига, нақд ҳисоб-китоб амалга оширилади. Опцион сотувчиси харидорга базис воситанинг номинали ва муддатини ҳисобга олган ҳолда, опционнинг ижро нархи ва LIBOR ставкаси ўртасидаги фарқ эвазига эквивалент суммани харидорга сотади. Опционнинг келишилган шартларига мувофиқ, тўлов FRA даври якунланиши билан ёки дисконт асосида LIBOR ставкаси бўйича тўлик амалга оширилиши мумкин.

Мисол учун, 2010 йилнинг 23 январида «А» компаниясининг молиявий бошқарувчиси 7,5 фоизлик 10 млн GBP (англия фунт стерлинги) миқдоридagi ссудани 2010 йил 23 июлдан бошлаб 6 ой муддатга олиш истагида бўлган. Бу фақат бир кунда – 2010 йилнинг 23 июлида ижро этиладиган европача турдаги опцион. Опцион ижросидан кейинги бўладиган нақдли номинал битим 2011 йил 23 январда якунланган. Бу ерда IRG опциони FRA 6x12 битими хариди опционига ўхшаш. 6x12 бунда 6x0га айланса опцион ижро этилади. Контрагент сифатида «Б» банки танланиб, у билан опцион учун «А» компания банкка, йиллик 25 базис пункт тўлашга келишилган. Ижро кунда (2010 йил 23 июль) фунт стерлингнинг 6 ойлик LIBOR ставкаси 8,00% даражасида ўрнатилди. LIBOR ставкаси опционнинг ижро ставкаси (7,50%) билан солиштирилганда «А» компания 0,50% «ютукда» бўлган. «Б» банки «А» компанияга 7,50% ставка бўйича амалда 10 млн GBP

ўтказиш ўрнига 184 кун ҳисобидан (2010 йил 23 июлдан 2011 йил 21 январгача) 10 млн фунт стерлингдан 0,50% тўлаган. 2001 йил 23 январдан тўлов миқдори $(05/100)^* (184/365)^* 10\ 000\ 000\ GBP=25205,48\ GBP$ ни ташкил этган.

Агар тўлов давр бошида амалга оширилса, бу ҳолда тўлов миқдори қуйидагича ҳисоблаб чиқарилади:

$$25205,48\ GBP/[1+(184*7\% / 365)] = 24287,22\ GBP.$$

Агар компаниянинг молия бошқарувчиси, келгусидаги мажбуриятларни фоиз ставкаларининг ноқулай ривожидан ҳимоялашни хоҳласа, ушбу стратегия қўлланиши мумкин, аммо унга ноҳуш FRA ставкасини ёки муддатли депозит ставкаси таклиф этилади.

Масалан, бошқарувчининг фикрига кўра, 6 ойлик LIBOR 6 ойдан кейин FRA 6x12 ставкасидан паст бўлиб, IRG ставкаси мақбул бўлиши мумкин. Бинобарин, FRA битимини харид қилиш мақсадга мувофиқ эмас ва бошқарувчи ставкалар кутилган тарзда ўзгариши умидида, 6 ой давомида позицияни қопламасдан қолдиришга қарор қилиши мумкин. Шунга қарамадан агар бошқарувчининг қарашлари нотўғри чикса, ҳар эҳтимолга қарши бир миқдор чекланган қоплаш зарур бўлади.

Шу тариқа, қарз олувчининг опциони мақбул стратегия бўлиб ҳисобланади.

Агар бошқарувчининг фоиз ставкаларига нисбатан мулоҳазалар тўғри бўлиб чиқса, бу ҳолда муддат тугагач опцион бажарилмайди ва бошқарувчи молиялашни пастроқ ставкада амалга ошира олиши мумкин бўлади. Агар опцион «ютукли» бўлиб чиқса, бу ҳолда у ижро қилинади ва битим фоиз ставкалари ўсишидан ҳимояланади. Амалда қарз олувчи опциони ҳаридорга, талаб этиладиган муддатда ссуда фоизининг «чўкки»сини таъминлайди.

Кредитор опциони FRA сотуви битими ҳуқуқига олиб келади. Агар LIBOR қатъий ставкаси опцион ижроси ставкасидан, унинг тугаши кунда паст бўлса, бу опцион ютукли бўлади. Агар таклиф этиладиган FRA ва депозитлар ставкалари, мазкур даврда унинг фоиз ставкалари динамикаси баҳосига мувофиқ келмаса, у бошқарувчи томонидан келгусидаги инвестицияларнинг энг кам ставкаларини кафолатлаш учун қўлланади. Агар бошқарувчи FRA ва депозитлар бозорлари таклиф этаётганидан кўра юқорироқ ставкаларни кутса, лекин баҳолаш нотўғри чиқиб қолиши эҳтимоли борлиги сабабли, чекланган коплашга эҳтиёж сезса, бу ҳолда муҳофаза учун IRG кредитори опциони қўлланиши мумкин. Агар баҳолаш тўғри бўлиб чиқса, бунда сармоялардан юқорироқ фойда олинади.

5.7. Фоизли КЭП, фло ва коллар

Фоизли КЭП (cap) ва фло (floor) IRG опционлари оқими сифатида амал қилади. КЭП амалда европача

турдаги қарз олувчи опционлар занжирини акс эттиради, фло эса кредитор опционлари занжирини ифодалайди. Харидордан фоизсиз базис пунктларида котировкаланадиган рағбатни аванс билан тўлаш талаб этилади. КЭП ва фло кўпинча форвард асосига эга бўлади. Битим бошланишидан токи унинг яқун топишигача, кэп ва фло LIBOR ставкасининг кўплаб фиксацияларига учрайди. Ваҳоланки, ижро ставкаси токи муддати тугашига қадар ўзгармас бўлиб қолаверади. Кўплаб ҳолларда кэп/фло битимлари номинали бутун муддат давомида ўзгармасдан қолади. Шунга қарамасдан, агар сўз инвестициявий дастурлар бўйича суммани бўлиб-бўлиб сўндириш тўғрисида борса, бу ҳолда номиналлар сўндириш жадвали билан келишилиши мумкин.

КЭП хариди фоиз ставкалари ўсишига қарши ҳеджирлашни таъминлайди. Фоиз ставкаларининг максимал даражаси (кэп даражаси) ва контрактнинг кўзда тутилган суммаси, кэп-битим билан белгиланади. Чунончи, агар банк 1 йил давомийликдаги, 3 ойлик пролонгация циклига эга бўлган сузувчи ставкага эга бўлса, бу ҳолда у 3 ойлик LIBOR ставкасига нисбатан, 12 ойлик кэпни сотиб олиши мумкин. Кэпнинг ижро ставкаси шу даражада ўрнатиладигани, ундан юқорисида ссуда олиш фойдасиз бўлиб қолади. Пролонгация (узайтириш) кунларида кэпнинг ижро ставкаси LIBOR қатъий ставкаси билан қиёсланади. Агар LIBOR кэп ижро ставкасидан юқори бўлса, бу ҳолда кэпнинг сотувчиси харидорга фарқни

компенсациялаши лозим. Тўлов одатда давр якунида амалга оширилади. Агар LIBOR ижро ставкасидан паст ёки унга тенг бўлса, бу ҳолда ҳеч қандай тўловлар амалга оширилмайди. Тўлов миқдори қуйидагича тарзда ҳисоблаб чиқарилади:

LIBOR-Ижро нархи* Номинал* (Даврадаги кунлар сони/365).

Шу зайилда 12 ойлик кэпни қўллаб, биз учта даврни хеджирлаймиз, чунки биринчи давр бўйича ставка молиялашнинг бошланишидаёқ маълум бўлади.

Фло (floor) кэпга ўхшаш, аммо кредитлаш ставкасининг қатъийлаштирилиши унинг функцияси бўлиб ҳисобланади. Floor энг кам даромадлилик ставкаси таъминланишига қатъий ишонч бўлишини истайдиган, шу билан бир вақтда, бозордаги фоиз ставкаси кўтарилган тақдирда ўзи учун каттарок фойда олиш имкониятини қолдирувчи сармоядорлар учун қулай. Масалан, сузувчи ставкали мажбуриятга эга бўлган инвестор, унинг пасайиб кетиши шароитларида, энг кам мақбул даромадлилик даражасига мувофик келувчи ижро ставкали флони сотиб олиш тўғрисида қарор қабул қилиши мумкин. Агар LIBOR ставкаси ижро ставкасидан паст бўлса, бу ҳолда фло харидори сотувчидан ижро нархи ва LIBOR ўртасидаги фарк сифатида компенсация олади. Тўлов қуйидагича тарзда ҳисоблаб чиқарилиши мумкин:

Ижро ставкаси – LIBOR* Номинал (Даврдаги кунлар сони/365)

КЭП хариди ва фло сотуви бирикма (комбинация)си коллор (collar – ингл: ёқа) хариди (харидорга фоиз ставкалари «йўлаги»ни кафолатловчи фоиз опционлари бирикмаси)ни билдиради. Компаниянинг молия бошқарувчисига кэл керак бўлиши мумкин, аммо мазкур даврда у опцион сотиб олиш учун етарли маблағга эга эмас.

Бир пайтнинг ўзида флони сотиш йўли билан бошқарувчи «кол» харажатларининг бир қисмини фло учун опцион сотувидан олинадиган рағбат билан компенсациялаш мумкин.

IRG, кэл ва фло опционини сотиб олувчилар сотувчининг ўз мажбуриятларини бажармаслигидан зарар кўришдек эҳтимолий хатарга учраши мумкин.

Опционни бажаришда тўлов учун жавобгарлик сотувчи зиммасига тушади. Демак, харидорлар сотувчининг аҳволига боғлиқ бўлган кредит хатари баҳоланишига тайёр бўлишлари лозим. Бошқа томондан, агар опцион харидори аввалдан келишилган рағбат суммасини тўламаса, бу ҳолда опцион контракти бекор қилиниши мумкин. Бу - битимнинг мақбул нархини белгилаш, яъни кредит рейтингига мувофиқ битим қийматини баҳолаш заруриятига йўл қўймайди. Кэл ва фло опционлари қиймати тегишли равишда, уларнинг FRA «кол» ва «пут» опционини таркиби қийматига тенг.

VI ҚИСМ. ОЛТИН БОЗОРИДАГИ ОПЕРАЦИЯЛАР

Қимматбаҳо металллар савдосининг каттагина қисмини эгаллаган халқаро банклараро олтин бозори савдо операцияларининг кенг спектори билан хусусиятланади. Банклар ва савдо компаниялари олтин бозорида спот ва своп операцияларини кенг қўллашади.

6.1. Спот (Spot) ва своп (Swap) турдаги операциялар

Халқаро жорий операциялар бозори спот-бозор (Spot market) номини олган. Халқаро амалиётда қабул қилинганидек, металл олди-сотдиси жорий операциялари, битим контрагентлари учун етарлича қулай бўлган спот ҳисоб-китоблар, валюталаштириш санаси – битим тузилганидан сўнг, иккинчи иш кунида металлларнинг ва валютанинг ҳисобдан ҳисобга ёзилиши ва чиқарилиши санаси билан амалга оширилади. Шу сабабли контрагентлар жорий ва кейинги кун давомида зарур ҳужжатларга лозим бўлса ўзгартиришлар киритишлари, битим шартларини бажариш учун тўлов ва бошқа телексларни расмийлаштиришлари мумкин.

Шу муносабат билан банклараро бозорда тузилган санадан кейинги 2-иш кунидан бошқа валюталаштириш санасига эга бўлган битимларга («аутрайт» - outright) деярли қўлланмайди.

Олди-сотди битимлари дилерлар томонидан контрагентлар ва уларнинг позицияларини очиш,

уларни кейинги кунга ўтказиш ваколатлари лимитлари доирасида, шунингдек иш куни давомидаги энг кўп зарар кўриш эҳтимоли (STOP-LOSS) бўйича тузилади.

Ҳар бир банк ўз қоидалари ва йўриқномаларига эга бўлиб, стандарт котировкалардан юқори бўлмаган ҳажмларни котировка қилмаслик ва очик позицияларни кейинги кунга ўтказмаслик, стандарт бозор котировкалари ўлчамларидан 10-20 баробар ҳажмларда котировка сўраб ва битимлар тузиб, бозорда агрессив сиёсат юритишга ҳақли. Шунга қарамасдан, ҳар бир банкнинг бозордаги муомаласи, унинг миқдорлар базаси (қимматбаҳо металл олди – сотдисига буюртманинг бор-йўклиги) билан белгиланади, унинг қўллаб-қувватлашсиз «таваккал» билан амалга ошириладиган чайқовчилик ўйинлари ижобий натижа бермайди.

Халқаро бозордаги SPOT шартларида олтиндаги битимнинг стандарт ҳажми – 5000 троя унцияси (тахминан 155 кг), кумушда 100 000 троя унцияси (тахминан 3,11 т.), платина 1000 троя унцияси; палладий 500 ёки 1000 троя унциясини ташкил этади. Бу металллардаги кам ликвидли бозор стандарт котировкаларининг ҳам кам миқдорларини келтириб чиқарган. Шу билан бир каторда 100 минг унция миқдорини белгилаш учун, умумий ном ҳам қабул қилинган – бир ЛАГ (ингл.LAC). 50 минг унция – ярим ЛАГ (HALFLAC).

Барча бошқа битимлар асосида нарх ҳисоб-китоблари асоси сифатида «спот Локо-Лондон» хизмат қилди.

«Своп» битимлари спотдан фарқли равишда қимматбаҳо металллар бозорига камроқ таъсир кўрсатади. Бу битимда металл олди-сотдиси, бир вақтнинг ўзида битимнинг тесқари томони мавжудлигида амалга оширилади.

Одатда своплар қимматбаҳо металллар савдоси Халқаро амалиётида операцияларнинг бир қанча турларини англатади. «Своп» битимлари ҳажм бўйича доимо спотдан катта бўлади. Своплар бўйича стандарт битимлар 32 минг унциядан иборат бўлади. «Своп» битимлари қуйидаги турларга ажратилади:

Вақт бўйича ёки молиявий своп

Операциянинг кенг тарқалган бу тури «форвард» шартларида сотув (харид) га қарши айна бир миқдордаги металлни «спот» шартларидаги харид (сотув)ни англатади. Шартномада қайд этилган вақт бир, уч, олти ойга ёки бир йилга тенг. Аммо қисқароқ муддатларга-1,2,3 кунга 1 ва 2 ҳафтага ҳамда узоқ, 5 йил муддатга ҳам тузилиши мумкин.

Молиявий своплар бўйича фоиз ставкалари доллар депозити ва олтин депозити ставкалари ўртасидаги фарқни ифодалайди. REUTERS агентлиги ахборотига кўра, олтинни 1 ойга 3,85% га жалб этиш мумкин, бир йилга эса 3,70%. Бу олтин эгасига муайян муддатга унинг доллардаги миқдори

эквивалентига амалга ошириш, яъни ўз олтинини гаровга қўйиб бозорда долларни 1 ойга 3,85 фоиз шартларида жалб этиш имконини беради. Бу ерда фойда равшан кўриниб турибди, чунки валюта депозитлари бозорида долларлар бўйича ставка, 1 ойга тахминан 5,5 фоизни ташкил этади. Аммо металл сотувчиси металл ҳисобварақаларида овердрафдан сакланиш учун своп ёрдамида ўз ҳисоб варақаларига метал жалб этиши талаб қилинади.

Молиявий своплар бўйича котировка спреди (Bid ва Offer нархлари фарқи) «ПИПС» фоиз улушини ташкил этади. Бизнинг мисолимизда молиявий своп котировкаси бир ойга 3,85%/4,15%, бир йилга – 3,70%/4,00%. Бу шуни англатадики, мижоз бундай котировкада 3,85% йиллик эвазига, олтинни жалб этиши (ўз долларини жойлаштириб), 4,15% эвазига эса ўз металини 1 ойга жойлаштириб, доллардаги эквивалентни олиши мумкин.

Одатда айтиб бериш керакки, бир давр учун, олтин своплар бўйича ставкалар долларникидан паст, чунки олтиндаги депозит долларига қараганда арзонроқ. Ваҳоланки бозорда бошқа вазиятлар ҳам мавжуд. Масалан, метал танқис бўлганда барча иштирокчилар олтинни жойлаштиришга эмас, балки уни жалб этишга интиладилар. Бунда металл бўйича ставкалар валюта бозори ставкаларини «қувиб ўтиши» мумкин, чунки бунда молиявий своплар бўйича ставкалар манфий бўлади, демак форварддаги фарқ своптаги нархдан паст бўлади. Бозордаги бундай вазият «Backwar-

ation» деб аталади. Аммо бу жуда кам юз беради. Свop бўйича форвард нархини ҳисоб-китоб қилиш учун қуйидаги формуладан фойдаланилади:

$$\text{НАРХ}_{\text{форвард}} = \text{НАРХ}_{\text{спот}} \frac{\text{НАРХ} \times \text{Ставка} \times \text{Кунлар сони}}{360 \times 100\%}$$

Бунда ставка - йиллик фоизлар ифодаланган молиявий свop ставкаси:

360 - кунлар сони (доллар бўйича ҳисоб китоблар учун).

Олтинни унцияси учун 395 доллар жорий нарҳда бир ойга (39 кунга) жалб этиб форвард нарҳига эга бўлампз:

$$\text{НАРХ}_{\text{форвард}} = \text{НАРХ}_{\text{спот}} \frac{395 \text{ АҚШ долларни} \times 3,65\% \times 30 \text{ кун}}{360 \text{ кун} \times 100\%} = 396,267 \text{ АҚШ долларни}$$

Молиявий свopлар бўйича форвард нарҳи, вергулдан кейин учинчи белги (ракам) аниқликкача кўрсатилади.

Металл сифати бўйича свop

Бир сифатдаги металлнинг масалан 999,9 пробали олтиннинг бошқа сифатдаги, масалан 999,5 пробали олтинга нисбатан бир вақтнинг ўзида сотувчи (хариди)ни кўзда тутади. Юқорирок сифатли олтинни сотадиган томон рағбат олади.

Жойлашуви бўйича свop

Бир жойдаги масалан, Лондондаги (Loco London) олтин хариди (сотувчи), бошқа жойдаги масалан, Цюрихдаги (Loco Zurich) сотувчи (харид) ни кўзда

тутади. Бозор конъюктурасидан келиб чиққан ҳолда, олтин бир жойда қимматроқ туриши мумкинлиги сабабли, бу ҳолда томонлардан бири компенсацияловчи рағбат олади.

6.2. Депозит операциялари (deposit)

Валютадаги депозит операциялари каби метални ҳисоб вараққа жалб этиши ёки уни муайян муддатга жойлаштириш лозим бўлганида қимматбаҳо металллар билан худди шундай операциялар ўтказилади. Шу билан бирга олтин бўйича депозит ставкалари валютаникидан паст бўлиб (АҚШ доллари) – 1,5% атрофида бу валюта билан қиёслаганда пастроқ ликвидлилик билан изохланади.

Одатда депозит муддатлари - 1,2,3,6 ва 12 ой аммо сўровга биноан муддат узайтирилиши ёки 1,2,7 кунгача қискартирилиши мумкин. Олтиннинг депозит бўйича фоизи, одатда, валютада ва баъзан тегишли миқдордаги олтин билан тўланади. Депозит бўйича фоизни ҳисоблаб чиқариш қуйидаги формула билан амалга оширилади:

Металл миқдори х Баҳо х Ставка (йиллик %) х Кунлар сони

360 х 100

бу ерда: Баҳо-спот бозордаги жорий баҳо; 360-йилдаги кунлар сони; 100-фоизлардан долларга ўтиш коэффициенті.

Депозитдан фойдаланганлик учун фоизлар суммаси метални депозитга тақдим этган контрагентнинг ҳисобварақига, унинг якунланиш кунда ёзиб қўйилади.

6.3. Опционлар (options)

Халқаро олтин бозоридаги банклар америкача ва европача опционлар ўтказади. Уларнинг кейингиси кенгрок ривожланган.

Опционнинг икки тури мавжуд - сотув учун («пут» put) ва харид учун («кол», call). Кейинги тур, опцион харидига ижро нархи бўйича метал сотиб олиш ёки уни сотишни рад этиш ҳуқуқини беради. Биринчиси, эса-металлни ижро нархида сотиб олиш ёки уни сотишни рад этиш ҳуқуқини беради. Бундай битимлар хеджирлаш учун кенг қўлланади.

Опционлар воситаси хеджирлашнинг умумий талаби қуйидагича ташкил топган:

– агар инвестор келгусида нарх ошишидан ўзини хеджирласа, у «кол» опционини сотиши лозим. Инвестор ўзини активининг нархи тушишидан хеджирлаган тақдирда «пут» опционини сотиб олиши лозим.

Айтайлик, инвестор олтин нархининг бир унция 400 доллардан пасайиб кетишидан хавфсирайди ва ижро нархи бир унцияга 400 доллар бўлган Европача «пут» опционини сотиб олиш билан нархни хеджирлашга қарор қилади.

У сотувчига тўлайдиган рағбат ҳар унциядан 2 долларга тўғри келади. Контракт уч ойдан кейин яқунланади. Агар «спот» нархи контракт тугаган вақтда, ижро нархидан паст бўлса, «пут» опционни бажарилади. Фараз қилайлик, олтиннинг нархи 3 ойдан кейин 395 долларни ташкил этади. Бунда инвестор опционни бажаради ва контрагентга олтинни 400 доллардан етказиб беради. Контракт тузилган вақтда у 2 доллар рағбат тўлаганлиги боис хеджир олган ҳақиқий нархга тенглашади:

$$400 \text{ доллар} - 2 \text{ доллар} = 398 \text{ доллар.}$$

Шу тарика инвестор, кўрсатилган нархларда «пут» опционини сотиб олиб, олтин нархининг 398 доллардан тушиб кетишидан ўзини кафолатлайди.

Агар контрактнинг тугаши вақтига спот бозорида олтиннинг нархи кўтарилса, масалан 400 долларгача ошса, демак хеджир опционни бажармади, балки олтинни спот бозорида сотди. Тўланган рағбатни ҳисобга олганда, олтиннинг сотиш нархи унинг учун қуйидагини ташкил этади.

$$404 \text{ доллар} - 2 \text{ доллар} = 402 \text{ доллар}$$

Шу аснода, опцион хеджирлаш воситаси сифатида фьючерс контрактдан фаркли равишда, номақбул конъюктура шартлари учун ижронинг айрим нархини қатъийлаштиришдан ташқари, инвесторга мақбул конъюктурадан фойдаланиш имконини беради.

Опцион сотувчисига келсак, опцион ижро этилмаган тақдирда унинг ютуғи 2 доллардан иборат бўлади, аммо ниҳоятда номақбул шарт-шароит-

ларда, унинг йўқотишлари анча сезиларли бўлиши мумкин. Хусусан, олтиннинг нархи 350 долларга тушиб кетган ва опцион харидори томонидан сотилган тақдирда улар:

400 доллар - 50 доллар - 350 доллар - 2 доллар = 348 доллардан иборат бўлади.

«Кол» опционини сотиб олиш билан инвестор келгусидаги олтин нархининг кўтарилишидан ўзини хеджирлайди.

Дейлик, сармоядор 3 ойдан кейин олтин сотиб олишни режалаштирган, ammo унинг нархи кўтарилишидан хавфсираб, 400 доллар ижро нархида Европача «кол» опционни сотиб олади ва 2,5 доллар рағбат тўлайди. Агар 3 ойдан кейин олтиннинг спот нархи 400 доллардан ошиб, масалан, 405 долларни ташкил этса, бу ҳолда инвестор опционни бажаради.

Унинг учун олтинни сотиб олиш киймати 400 доллар + 2,5 доллар = 402,5 доллардан иборат.

Олтиннинг нархи, айтайлик 395 долларга пасайган тақдирда инвестор опционни бажармайди, балки олтинни спот бозорида сотиб олди. Бунинг учун харажатлар қуйидагича:

395 доллар + 2,5 доллар = 397,5 доллар.

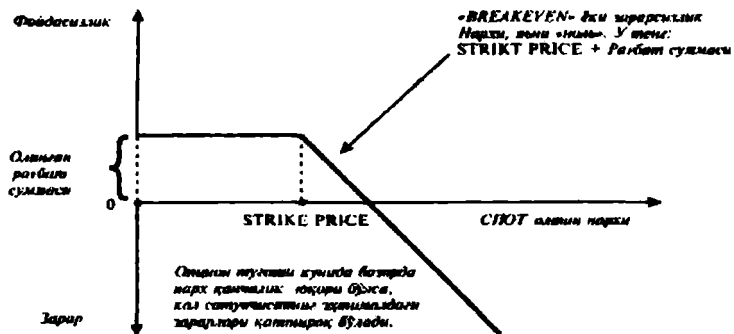
Опционлар чайқовчилик операцияларининг жадал ривожланишига имкон яратади. Опцион харидорининг ушбу ҳолатда йўқотишларин энг катта миқдори тўланган рағбатга тенг, ютуқлар имконияти чекланмаган. Сотувчи билан бўладиган

вазиятда эса ҳаммаси аксинча: унинг энг кўп ютуғи олинган рағбат суммасига тенг, йўқотишлари эса чекланмаган.

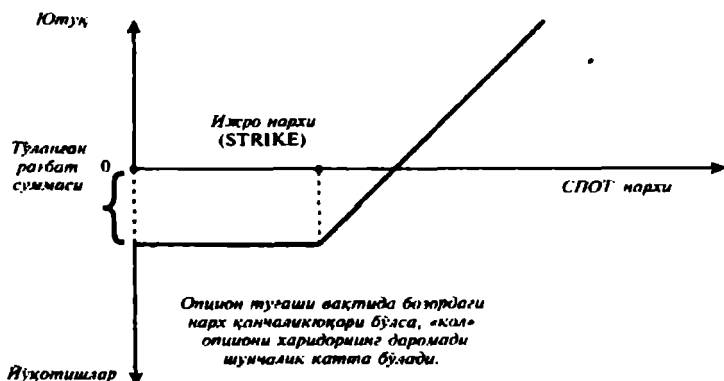
Инвесторнинг опционни сотишдаги катта хатари билан боғлиқ ҳолда сотилган опционнинг опциявий позицияларини хеджирлаш услубидан фойдаланилади. Яъни дельта ҳамда гамма, тета, вега ва R. Но. каби параметрлар қўлланади.

Европача опционнинг харидори ва сотувчисининг эҳтимолдаги ютуқлари ва йўқотишлари динамикаси 10-расм ва 11-расмда кўрсатилган.

Опционларнинг бирикмалари (комбинация) турлича бўлади, улардан энг кўп тарқалганлари СТРЕДЛ (straddle), СТРЕНГЛ (strangle), айиқ (пасайтирувчи) СПРЭД (bear spread), бука (кўтарувчи) СПЭД (bull spread).



10-расм. Кол сотуви стратегияси



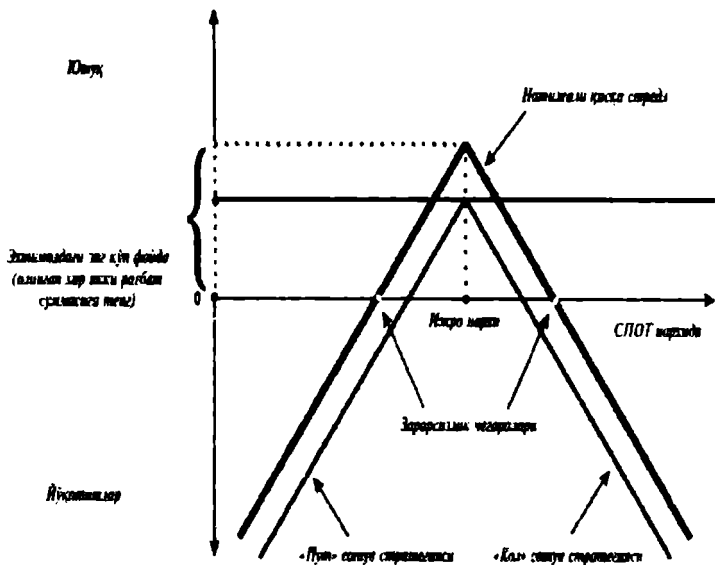
11-расм. Кол хариди стратегияси

СТРЭДЛ – стратегияси, бунда бир хил ижро нархига ва тугаш санасига эга бўлган бир «кол» опциони ёки бир «пут» опциони сотиб олинади (узун стрэдл, long straddle) ёки сотилади (қиска стрэдл, short straddle) мисол учун, агар бозордаги нарх муайян давр давомида тор чегараларида колса, дилер «стрэдл» ни сотади (12-расм). Бунда агар опционнинг тугаш кунида бозордаги нарх опционнинг ижро нархига тенг бўлса, энг катта фойда олинади.

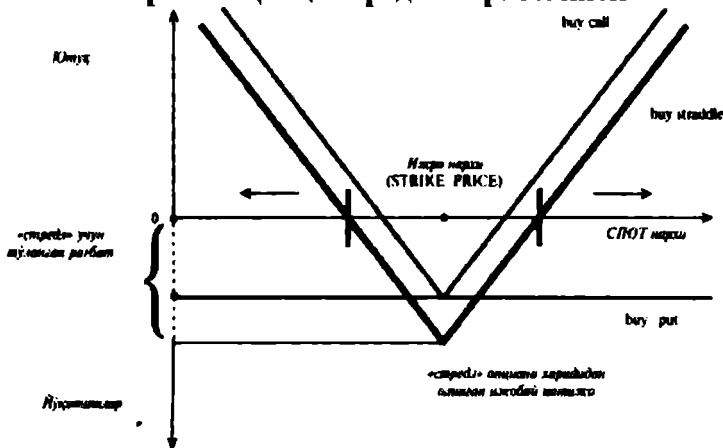
«Қиска стрэдл»нинг тўлик акси «узун стрэдл» дир.

СТРЭНГЛ (strangle)-опцион стратегия, бунда турли ижро нархига, лекин битта тугаш санасига эга бўлган бир «кол» опциони ва бир «пут» опциони сотиб олинади (long strangle) ёки сотилади (short strangle).

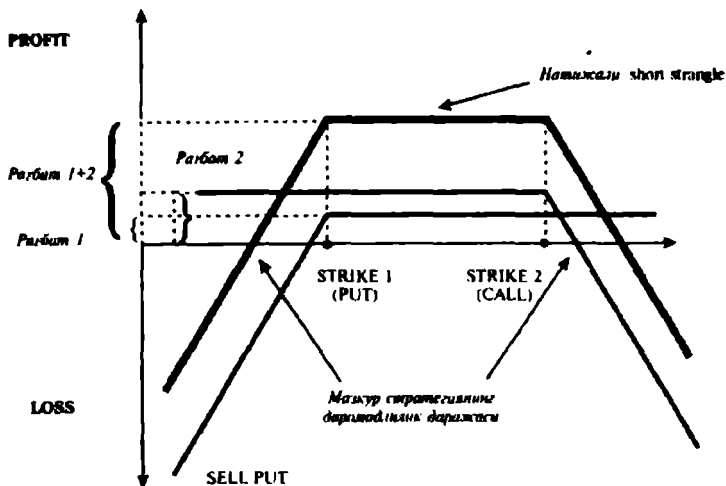
Умуман бу стратегия «стрэдл» стратегиясига жуда ўхшаш (13, 14-расм).



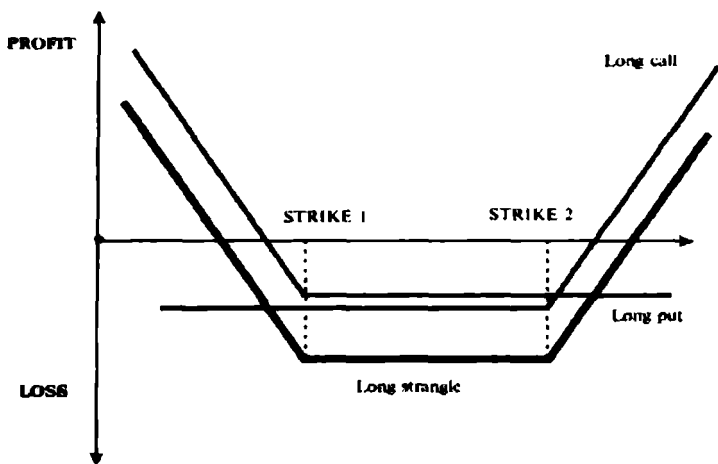
12-расм «Қысқа стредл» стратегияси



13-расм «Узун стредл» стратегияси



14-расм Қисқа стрэнгл

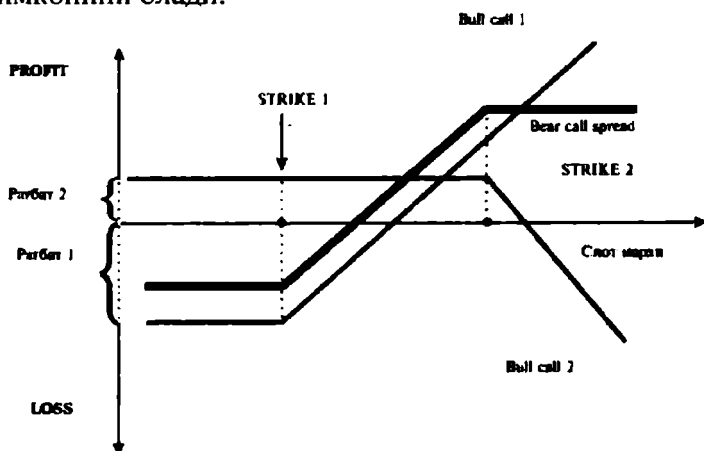


15-расм Узун стрэнглга муштарак тузилади (9-расмга қаранг)

Кўтарувчи спред (bull spread) - стратегия, бунга турли ижро нархига эга бўлган (strikes) икки «пут» опционни (кўтарувчи «пут» спред) ёки икки «кол» опционни (кўтарувчи «кол» спред) сотиб олинади ва сотилади.

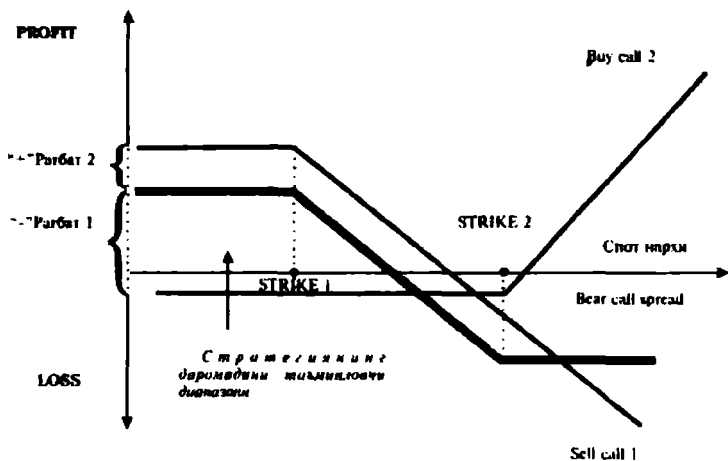
Стратегия дилернинг келгусидаги қимматбаҳо металл (ёки ҳар қандай молиявий восита) нархининг ўсиши, лекин чекланган доирада ўсишига нисбатан фикрини ифодалайди.

Шу билан бирга опционни сотиб, бир вақтнинг ўзида харид қилар экан, дилер қимматроқ опцион учун рағбат тўлаш бўйича сарфларни қискартириш имконини олади.

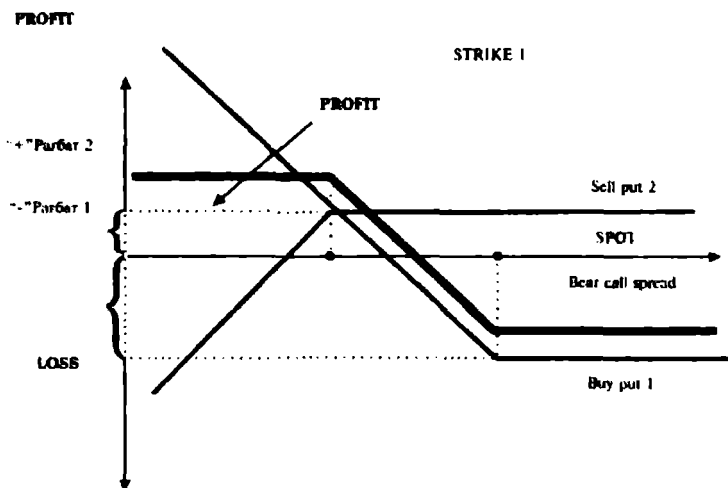


16-расм «Кўтарувчи «кол» спред»

– «Пасайтирувчи спред» (bear spread) стратегияси



17-рasm



18-рasm «Пасайтирувчи кол (а) ва пут (б) спред»

«Кўтарувчи «кол» спрэд», 15-расмда келтирилган каби изоҳланади (16 а,б-расм). Опционлар уч тоифага ажратилади:

- Ютуқли опционлар (in the money).
- Ютуқсиз опционлар (at the money).
- Ютуқли опционлар (out of the money).

Биринчи тоифа опциони, ижро нархи жорий форварднинг ижро вақтига караганда фойдалироқ. Масалан, ижро нархи 400 доллар ва ижро муддати бир ойдан кейинги «кол» опциони, агар олтиннинг бир ойлик ижро нархи, муддатли олтин ва валюта депозитлари бўйича мавжуд ставкалар ҳисоб-китобларидан келиб чиқиб, олтинга нарх 400 дан баланд бўлса, «in the money» деб ҳисобланади.

Тегишли равишда агар, бундай опционинг жорий форвард нархи тахминан 400 бўлса, бу ҳолда опцион «at the money» ҳисобланади, агар паст бўлса out of the money» бўлади.

Қайд этиб ўтилгандай, олтин нархи пасайишидан ўзини нафакат «пут» опциони хариди воситасида, балки «кол» опционини сотиш туфайли ҳам хеджирлаши мумкин.

Аmmo бу ҳолда хеджирлаш, фақат опционни сотишдан олинган рағбат доирасида амалга оширилади, яъни олтин нархи ўсишидан «пут» опциони сотиш билан хеджирланиш мумкин.

Лекин мазкур ҳолатда хеджир фақат сотувдан олтинга рағбат миқдори билан чегараланди.

Опцион контрактини тузиш вақтида харидор сотувчига рағбатни, яъни ички ва вақтинчалик қийматдан ташкил толувчи опцион нархини тўлайди. Ички қиймат – бу металнинг жорий форвард нархи ва опцион ютукли бўлиб ҳисобланган тақдирда, опционнинг ижро нархи ўртасидаги фарқдир.

Вақтинчалик қиймат – бу рағбат суммаси ва ички қиймат ўртасидаги фарқ.

Ютуксиз ва ютукли опционлар ички қийматга эга эмас, уларнинг рағбати эса бутунлигича вақтинчалик қийматдан ташкил топади.

Чунки контракт тугагунча бўлган вақтда олтин нархининг ўзгариши, харидор учун қулай бўлган тақдирда ютукли опционга айланиши эҳтимоли мавжуд.

Европача опционлар рағбати Блек Шолс модели ёрдамида ҳисоблаб чиқилади, америкача эса Ж. Кокс, С. Росс ва М. Рубинштейн биноминал модели воситасида ҳисобланади. Одатда опционлар бозори иштирокчилари опцион рағбатини ҳисоблаб чиқишда, опционга оид компьютерлар дастурларидан фойдаланадилар.

Опционлар рағбати миқдори қуйидагиларга боғлиқ.

1. металнинг «спот» нархлари;
2. ижро нархлари;
3. опцион тугашигача бўлган муддат;
4. валюта ва металнинг мавжуд фоиз ставкаси;
5. «бозор ўзгарувчанлиги даражаси» («Volatility») сифатида белгилаш мумкин бўлган махсус миқдор.

Опционлар инвесторга хеджирланишнинг турли стратегияларини тузиш имконини беради. Айтайлик, олтин казиб чиқарувчи корхона 3 ойдан кейин олтин сотишни амалга оширишни режалаштирган. Ижро нархи тушишидан хеджирланиш учун корхона, ижро нархи 390 доллар бўлган «пут» опциони рағбати ва ижро нархи 430 долларга тенг бўлган «кол» опционини айна ўша тугаш санаси ва рағбат миқдорига сотади. Бу ерда вазият ривожининг 3 варианты мавжуд.

Агар 3 ойдан сўнг олтин 1 унцияси 390 доллардан арзон бўлса, корхона «пут» опционини бажаради ва 390 долларга тенг бўлган нархни олади.

Агар олтиннинг нархи 430 доллардан ортиқ бўлса, бу ҳолда «кол» опциони ижро этилади ва корхона олтинни 430 доллар нархда сотади. Агар нарх 390-430 доллар оралиғида бўлса корхона олтинни бозор нархида сотади, чунки бунда бирорта ҳам опцион ижро этилмайди. Шу тарзда корхона сарф харажатларсиз 3 ойдан кейинги конъюктурадан келиб чиқиб, олтинни ҳар унцияси учун 390 дан 430 долларгача оралиқда сотиш имкониятини таъминлаб олади. Амалиётда, шунингдек, контракт тугаш кунида ютуқлар, йўқотишлар ҳисоб-китоби олтиннинг спот даврдаги нархига нисбатан эмас, балки олтиннинг контракт амал қилиш давридаги ўртача нархига нисбатан амалга ошириладиган опционлар ҳам мавжуд. Кўриладиган опционда ҳисоб-китоб мақсадларида спот нархи ўрнига олтиннинг ўртача нархи

кабул қилинади. Бундай опционнинг рағбат миқдори оддий опционнинг рағбатидан камроқ бўлади. Чунки ўртача миқдорнинг ўзгарувчанлик даражаси, умуман олганда, ҳисоб-китоб учун асос қилиб олинадиган миқдорлардан кам бўлиб чиқади, шунингдек, бундай опционнинг хусусияти шундаки контрагентлар ўртасидаги ҳисоб-китоблар олтин етказиб бериш билан эмас, балки опцион ютуқ қийматига тенг бўлган пул суммасини ўтказиш билан амалга оширилади.

6.4. Фьючерслар (futures) савдосини ташкил этиш

Олтинга фьючерс контрактлари бир канча биржаларда сотилади. **Фьючерс контракти** – бу келгусида металл етказиб бериш тўғрисида контрагентлар ўртасида биржада тузиладиган келишув. Биржада тузиладиган барча битимларнинг ижроси биржанинг ҳисоб-китоб палатаси томонидан кафолатланади. Контрактлар стандарт хусусиятига эга. Фьючерс контрактини тузиш учун инвестор биржа аъзоси бўлган брокерлик компаниясига мурожаат этиши мумкин.

Олтиндаги фьючерс контрактининг катта ҳажми 1922 йилда очилган ва 1974 йилдан олтин бўйича операцияларини амалга оширишни бошлаган КОМЕКС биржасида тузилади. Биржанинг аъзолари АҚШ ва бошқа мамлакатларнинг 80 дан ортиқ йирик банклар ва фирмалари бўлиб, булар жумласига **Морган Гэрانت Трест (Morgan Guaranty Trust)**,

Чейз Манхеттен Бэнк (Chase Manhattan Bank), Свисс Бэнк Корпорейшн (Swiss Bank Corporation), Голдмэн Сакс (Goldman Sachs), Шерсон Леман (Shearson Lehman), Морган Стэнли (Morgan Stanley) ва бошқалар киреди.

Биржанинг асосий жойи - (Bit) савдо ўраси бўлиб, у ерда савдо анча кизгин бўлган вақтларда 150 нафаргача брокерлар (фақат ўз мижозлар манфаати учун битим тузадилар) ва трейдерлар (ўзлари учун ва ўз ҳисобларидан савдо юритадилар) тўпланишлари мумкин. Биржадаги қиммат баҳо металлар савдоси худди бошқа активларники каби ташкил этилган.

Тузилган битимлар кечиктирмасдан тасдикланади ва Клиринг ассоциацияси (уюшмаси) - битим клирингларини амалга оширувчи, барча битимлар бўйича аниқ ва ўз муддатида тўловлар тушумининг кафили бўлган мустақил ташкилот томонидан рўйхатга олинади.

Бу куйидаги механизм билан таъминланади, биржада операцияларни бошлаш имкониятига эга ҳар қандай юридик ёки жисмоний шахс, Клиринг ассоциациясига қарши нарх ҳаракати эҳтимолидаги зарарларни коповчи, бошланғич маржани киритиши шарт. Савдо куни Клиринг ассоциацияси котировка нархи негизида барча бадалларнинг қайта ҳисоб-китобини амалга оширади. Натижада фьючерс олди-сотдилари иштирокчиларини ҳисоб варақларидаги маржа суммалари ҳар куни ортади ёки камаяди.

Иштирокчиларнинг ҳисоблари ўзгарадиган *миқдор, вариацияли маржа* дейилади. Биржа маржа ҳисоб варақларидаги сумманинг энг кам йўл қўйиладиган даражасини ўрнатади.

Агар салбий (манфий) динамика натижасида, ҳисобварақдаги сумма мазкур минимумдан пасайса, бу ҳолда операция иштирокчиси маржанинг талаб этиладиган қисмини киритиши лозим. Маржа ҳисоби бўйича фоизлар ҳисоблаб ёзилади, аммо маржани давлат қимматли қоғозлари билан киритиш мумкин.

Қимматбаҳо металллар билан фьючерс операциялари биржада қуйидаги схема бўйича ўтказилади. Одатда брокер биржадаги аҳвол тўғрисида миждозга ахборот бериши учун очиқ телефон алоқасини ушлаб туради. Миждоз миқдорни ва нарх даражасини кўрсатган ҳолда брокерга фьючерс контрактларининг хариди ёки сотилишига буюртма беради. Буюртма олиниши билан брокер карточка тўлдириб, унда буюртма қабул қилинган вақтни қайд этади. Махфийликка риоя этиш мақсадида, миждознинг исми карточкада махсус код билан белгиланади. Буюртманинг бажарилгани ҳақида дарҳол миждозга хабар беради, ижро вақтини кўрсатиб карточкани тўлдиради, шундан кейин битим тўғрисидаги маълумотлар клиринг палатасининг марказий компьютерига киритилади. Биржа ёпилганидан кейин миждозга ҳисобварақининг аҳволи ва амалга оширилган битимлар ҳақида кўчирма юборилди.

Биржада битим амалга оширилганда мижоз брокерлик фирмаси, клиринг палатаси ва биржа хизматлари учун муайян сарф-харажат қилади. Умуман олганда харажатлар бир фьючерс контрактга 12 АҚШ долларини ташкил этади. Битта олтин контракти ичига 100 унция олтинни олади. Уни тузиш учун 1,5 минг АҚШ доллари миқдорида маржа киритиш талаб этилади. Биржада феврал, апрел, июн, октябр ва декабрда ижро этиладиган контрактлар савдо қилинади.

Одатда фьючерс контрактлари хеджерлаш ва фьючерс нархининг тебранишларига асосланган чайковчилик учун қўлланилади.

Чайковчи, агар контрактни пастроқ нархда сотиб олса ва кейинчалик юқорироқ нархда сотса ёки контрактни юқорироқ нархда сотса ва уни кейинчалик пастроқ нархда қайта сотиб олса фьючерс контракти бўйича ютуқ олади. Фьючерс контрактлари хеджерга келгусидаги олтин нархи ўзгаришларидан ўзини хеджирлаш имконини беради. Агар хеджер ўзини олтин нархи пасайишидан хеджирлашни истаса, у фьючерс контрактни сотади.

Мисол учун, инвестор 3 ойдан кейин олтинни спот бозорида сотишни режалаштирган, аммо бу вақтга келиб олтин нархи пасайиб кетишидан хавфланиб, у фьючерс контрактини ҳозирда биржада мавжуд бўлган унция учун 400 долларлик фьючерс нархида олтинга сотади. 3 ойдан кейин у олтинни спот бозорида сотади ва фьючерс позициясини ёпади. Бунда воқеалар якуни эҳтимолининг икки варианты бор.

Биринчи вариант. Спот нархи 3 ойдан кейин дастлабки фьючерс нархидан паст бўлиб қолди. Мисол учун, бир унциясига 390 долларни ташкил этди. Хеджер олтинни спот бозорида унцияга 390 доллардан сотади. Аммо айни вақтда, спот ва фьючерс нархлари тенг бўлиши лозим. Модомики хеджер фьючерс контрактини сотган ва фьючерс нархи унция учун 390 долларга тушиб кетган экан, у фьючерс операциясида 1 унциядан ўн доллар ютиб олди.

Шу тарзда, сармоядор операция якунига кўра олган умумий сумма, унция учун 400 доллардан иборат бўлди, яъни фьючерс контракти унга олтин нархи пасайишидан хеджирланиш имконини берди.

Иккинчи вариант. Спот нархи ва тегишли равишда фьючерс 3 ойдан кейин ўсиб, 410 долларни ташкил этди. Натижада инвестор олтинни 420 доллар спот нархида сотди. Аммо фьючерс операциясида 10 доллар ютқазди. Оқибатда олинган сумма 400 доллардан иборат бўлди.

Икки мисол ҳам тўлиқ хеджерлаш бўлиб, бунда хеджернинг спот битими бўйича йўқотишлари фьючерс контрактдан олинган ютуқлар билан тўлиқ компенсацияланади ва аксинча.

Аммо амалиётда бундай вазият доим ҳам учрайвермайди. Чунки спот ва фьючерс битимлар бўйича муддатлар ва ёки олтин сифати мос келмаслиги мумкин. Хеджерлаш тугаши кунда фьючерс ва спот нархлари тенг бўлолмайди. Демак,

хеджер опреациясидан фойда олиш ҳам, зарар кўриши ҳам мумкин. Тўлиқсиз хеджерлаш ҳолатида, эҳтимолдаги йўқотишларни камайтириш мақсадида, инвестор фьючерс контрактларининг зарурий микдорини аниқлашда, хеджерланадиган актив нархнинг фьючерсидан стандарт оғишлари ўртасидаги корреляцияни, яъни, ўзаро боғлиқликни албатта эътиборга олиш шарт. Агар инвестор олтиннинг нархи ошишидан хеджирланса, демак, уни бир мунча вақтдан кейин сотиб олишни режалаштирган ва у фьючерс контрактни харид қилиши лозим. Натижада спот нархи ўсиши билан у келгусида спот битими бўйича юқорироқ нарх тўлайди, аммо фьючерс контрактдан олинган ютук унга бу қимматлашувни компенсациялайди.

6.5. Олтин бозорида форвард операциялари

Олтин бозори, 1968 йилда олтин нархи қатъий бўлмайдиган колганидан кейинги беқарорлиги билан бошқа бозорларни ташвишга кўя бошлади. Нарх хатарларини хеджирлаш услубига зарурий шубҳасиз бўлиб қолди, бу эса форвард бозорининг тез тараккий этишига асос бўлди.

Олтин қазиб чиқарувчилар олти ойдан кейин қанча олтин тайёрлашларини билган ҳолда, шу давр орқали ушбу олтинни сотиш учун банк билан форвард контрактини тузишлари мумкин. Улар бугуннинг ўзидаёқ олтин сотилишидан келадиган даромадни ҳисоб-китоб қилиб, олтин нархини «маҳкамлаб»

қўйишлари ва кейинги давр учун ишлаб чиқаришни режалаштиришлари мумкин.

Бундай битимларнинг тузилиши контрагентлардан сарф харажатларни талаб этмайди, агар у брокер томонидан амалга оширилса, комиссия тўловлар бундан мустасно бўлади. Форвард битими 2-иш кундан ошадиган муддатга металнинг ҳақиқатдаги сотилиши ёки харидини кўзда тутди. *Харидорнинг* уни тузишдан мақсади, келгусида спот бозорида металнинг ошишидан хеджирланишидан иборат. *Сотувчининг* мақсади эса, келгусида спот бозорида металл нархининг пасайишидан хеджирланишдан иборат. Хеджир келгусида контрагентлар ўртасида ўзаро ҳисоб-китобларни амалга оширишда режалаштириладиган нархнинг форвард битимида қатъийлаштириши ҳисобига таъминланади. Шу тарика инвестор форвард битимини тузиб, ўзини базис активи конъютурасининг ёмонлашуvidан ўзини хеджирласа-да, бундан қулайроқ коъюктурадан фойдаланиш имкониятига эга эмас. Томонлар форвард контрактини тузиб, форвард нархини келишиб оладилар ва уни белгилашда бир қанча жиҳатларни эътиборга олишлари лозим. Форвард контракти сотувчиси олтинни фақат битимда белгиланган муддат тугашидан кейингина етказиб бериш мажбуриятини олади. Бу унга контрагентнинг амал қилиш оралиғида олтинни депозитга жойлаштириш ва муайян фоиз олиш имконини беради. Шу боис форвард нархини мазкур фоиз

миқдорига камайтириш лозим. Бошқа томондан эса, инвестор форвард битим тузилган кунда жорий бозорда олтин сотишни рад этса, олтинни сотишдан тушган пулни банкка қўйган тақдирда, олиши мумкин бўлган валюта депозити фоизини йўкотади. Демак, форвард нархи мазкур суммага оширилиши лозим. Шу тарзда форвард нархини белгилашнинг қуйидаги формуласини қайд этиш мумкин:

$$\text{Форвард нархи} = \text{Своп} (+) \frac{\text{Спот нархи} \cdot \text{Своп ставкаси} \cdot \text{Муддат}}{360 \cdot 100}$$

бу ерда спот - металнинг спот нархи своп ставкаси - валюта депозити ставкаси ва олтин депозит ставкаси ўртасидаги тафовутга тенг бўлган своп фоиз ставкаси. Формуланинг ўнг қисми шунингдек *контанго* (contango) деб аталади. Шуни ҳисоби олганда:

$$\text{Форвард нархи} = C_{\text{nom}} + C_{\text{contango}}$$

Қайд этиб ўтилганидай, халқаро банклараро бозор амалиётида соф форвард битимлари ниҳоятда кам учрайди. Мисол учун, метални спот нархларида сотади, кейин ўз контрагентларининг бирортаси билан даврий своп битмини тузади. Мазкур ҳолда своп спот-шароитларидаги металл харидини ва шу билан форвард шароитларида унинг сотилишини ўзида акс эттиради.

VII ҚИСМ. ДИЛИНГДА ВАЛЮТА РИСКЛАРНИ БАҲОЛАШ УСУЛЛАРИ ТАҲЛИЛИ

Валюта рискларини баҳолашнинг асосий усуллари бўлиб, Марковиц модели, CAPM, APT, Блэк Скоулзнинг опционларни баҳолаш модели, тебраниш асосида рискларни баҳолаш, VaR усули ҳисобланади.

7.1. Марковиц моделини валюта бозорида қўллаш

Валюта бозоридаги рискларни баҳолашга портфелни шакллантириш назариясини қўллаш. Портфелни шакллантириш назарияси Марковиц томонидан ишлаб чиқилган бўлиб, қимматли қоғозлар портфели даромадлилиги ва ундаги рискларни баҳолаш учун классик усуллардан бири ҳисобланади. Бунда портфел rischi асосида тарихий маълумотлар ёрдамида аниқланадиган, у ёки бу портфелнинг қиймат дисперсияси каби математик омил олинган. Марковиц назарияси қуйидагиларга асосланган³¹:

- Инвесторлар рискларни камайтириб, кутилаётган даромадни оширишга ҳаракат қилишади;
- Инвесторлар активлар даромадлилигига нисбатан кутишлари ўхшаш бўлади;

³¹ Markowitz.H.M. Portfolio Selection. // Journal of Finance. -1952. Vol.7, pp 77-91

– Бозор мукаммал, яъни маълумот бепул ва барча инвесторлар учун эркинлиги таъминланган;

– Солиқ, инвесторлар фаолиятини тартибга солувчи қонунчилик меъёрлари каби чекловлар мавжуд эмас;

– Омонатлар бўйича фоиз ставкалари кредит қийматига тенг, яъни маблағларни жалб этиш ва жойлаштириш рисксиз, ягона ставка бўйича амалга оширилиши мумкин.

Портфелни шакллантириш назарияси фонд бозоридаги операциялар учун ишлаб чиқилган эди. Амалда баъзи шартларни ҳисобга олган ҳолда ушбу назария валюта бозоридаги ҳам қўлланилиши мумкин. Бунинг шартлари эса қуйидагилардан иборат:

– валюта даромад келтирувчи актив ҳисобланади;

– валюта нархининг ягона кўринишда акс эттирилиши (масалан доллар эквивалентида);

– тўғри ва тесқари котировкалар бўйича дисперсияни ҳисоблаш умумийлиги.

Бунинг натижасида фонд бозоридаги инвестор валюта бозорида трейдерга айланади, қимматли қоғозлар портфели эса валюта портфели сифатида акс этади ва долларга нисбатан котировкаланадиган япон йенаси, Швейцария франки, евро, фунт стерлингдан ташкил топади.

Шундай қилиб, икки қимматли қоғоздан ташкил топган портфел даромадлилиги қуйидагича акс этиши мумкин:

$$R_p = aX + bY \quad (1)$$

Бунда, R_p – X ва Y валюталар портфели даромадлилиги (тасодифий катталик),

X, Y – мос валюта даромадлилиги,

a – X валютага қўйилган инвесторларнинг портфелидаги улуши,

b – Y валютага қўйилган инвестицияларнинг портфелидаги улуши, бунда $a + b = 1$

Назариянинг асосий мақсади портфел даромадлилиги эмас, балки унинг математик кутилиши ҳисобланади, яъни

$$E(R_p) = aE(X) + bE(Y) \quad (2)$$

Бунда, $E(\)$ – мос катталикнинг математик кутилиши

Портфел даромадлилигининг дисперсияси куйидаги формула бўйича аниқланади:

$$\begin{aligned} VAR(R_p) \approx E[R_p - E(R_p)]^2 &= a^2VAR(X) + \\ &+ b^2VAR(Y) + 2abCOV(X, Y). \end{aligned} \quad (3)$$

Бунда VAR – тасодифий катталикнинг дисперсияси,

$COV(X, Y)$ – X ва Y тасодифий катталик ўртасидаги ковариация коэффициенти,

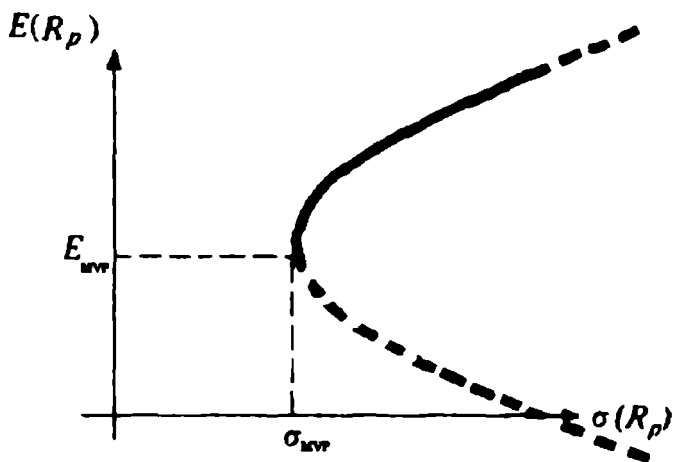
Бу ерда ковариация, корреляция коэффициентини ўртача квадратик четланишга кўпайтмаси сифатида акс этади, яъни дисперсия формуласи куйидагича акс этади:

$$VAR(R_p) = a^2VAR(X) + b^2VAR(Y) + 2ab \times \sigma_x \sigma_y \times r_{xy} \quad (4)$$

Бунда r_{xy} – корреляция коэффициенти.

Умумий ҳолатда даромаднинг математик кутилишини даромад (риск) дисперсияга боғлиқликлги график кўринишда қуйидагича акс этади (19-расм).

Портфел даромадлилигининг унинг rischi (дисперсияси)га боғлиқлиги



19-расм

19-расмда алоҳида тавсифлашни талаб этадиган нукталар мавжуд. Хусусан экстремум (парабола чўккиси) нуктаси минимал дисперсия, яъни минимал рискка эга портфелга мос келади. Ушбу портфелдан пастда жойлашган эгри чизикдаги барча портфеллар

самарасиз бўлиб, берилган риск даражасида уларнинг даромадлилиги мазкур нуқтадан юқорида жойлашган портфеллардан кўра кам бўлади.

Ушбу эгри чизикнинг кўриниши активларнинг боғлиқлиги билан белгиланади. Бир активнинг бошқасига тўғри боғлиқлик ҳолатида парабола тўғри чизикқа айланади. Тескари боғлиқликда (корреляция коэффиценти -1 тенг) учлари ордината ўқида жойлашган иккита эгри чизикқа айланади.

Шу тарзда ҳар бир инвестор ўзига мос келадиган нафлилик функцияси ва рискка нисбатан муносабатидан келиб чиқиб, «риск-даромад» эгри чизигининг самарали ярмида жойлашган портфеллардан бирини танлайди.

Умумий ҳолларда, яъни юқорида кўрилгани каби портфел икки активдан эмас бир қанчасидан ташкил топган бўлса портфелнинг шаклланиши матрица шаклида акс этади. Бундай ҳолатда даромаднинг математик кутилиши қуйидагига тенг бўлади:

$$E(R_p) = [E(R_1), E(R_2), \dots, E(R_n)] \times \begin{bmatrix} w_1 \\ w_2 \\ \dots \\ w_n \end{bmatrix} \quad (5)$$

Бунда, $E(R_p)$ – инвестиция портфелининг математик кутилиши,

$E(R_1), \dots, E(R_n)$ – алоҳида қимматли коғозлар (активлар) даромадлилигининг математик кутилиши,

w_1, w_2, \dots, w_n – мос активнинг инвестиция портфелидаги улуши

[...] – матрица қатори (вектор)

Инвестиция портфелининг дисперсияси эса куйидаги формула бўйича ҳисобланади:

$$VAR(R_p) = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N w_i w_j \times \sigma_{ij} \quad (6)$$

Бунда, $VAR(R_p)$ – инвестиция портфелининг дисперсияси,

$w_i w_j$ – мос қимматли қоғознинг (i, j) инвестиция портфелидаги улуши

σ_{ij} – i ва j - қимматли қоғзолар ковариация коэффиценти

$i=1 \dots N$

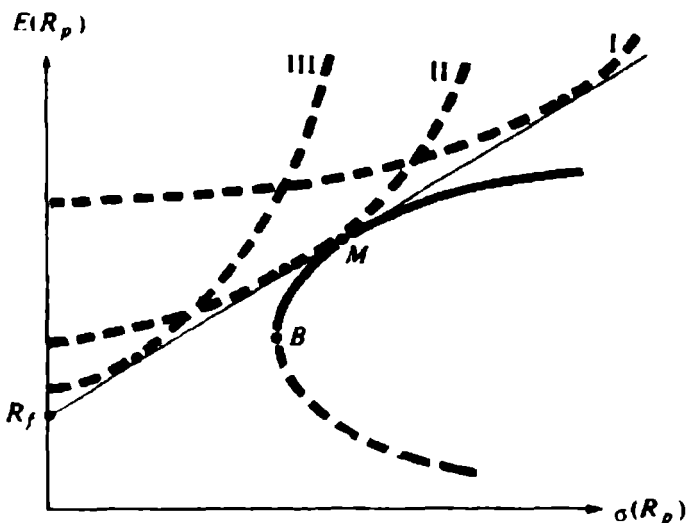
$j=1 \dots N$

Шундай қилиб, инвестор ўзи учун инвестиция портфелини хусусий нафлилик эгри чизигини «риск-даромад» эгри чизиги билан туташган нуқтани аниқлаш орқали шаклантиради. Бу эса бир нечта активлардан ташкил топган инвестиция портфелида худди икки активдан иборат портфелдаги каби кўринишга эга бўлади.

Ҳолатни янада батафсил ўрганиш учун Марковиц портфел кўплаб рискли активлар ҳамда битта рисксиз активдан ташкил топган ҳолатларни кўриб чиққан. Рисксиз актив деганда бозор учун ягона бўлган рисксиз фоиз ставкаси бўйича қарз олиш ва беришнинг шартли имконияти тушунилади.

Рисксиз актив мавжуд бўлмаган ҳолат қуйидагича кўринишда бўлади:

Рисксиз актив мавжуд бўлган «риск-даромад» эгри чизиғи



20-расм

20-расмда кўрсатилганидек, инвестиция портфеллари бир неча чизиклар бўйлаб (20-расмда улар пунктир чизиклар билан кўрсатилган), турлича шакллантирилиши мумкин, лекин улар ичида фақат биттаси танланади. Барча инвесторлар рисксиз активлар комбинацияси ва М портфелни афзал кўришади, чунки ушбу эгри чизик «риск-даромад» эгри чизигининг самарали томонидан жойлашган.

Мазкур ҳолатда инвестор портфел М инвестиция портфели қандай ташкил этилганлиги ва рисксиз активлар нималардан иборат эканлигини билиши зарур. 20-расмда уч хилдаги инвесторларнинг учта турлича бефарқлик эгри чизикларини кўриш мумкин. 3-инвестор энг эҳтиёткор бўлиб, барча маблағларини рисксиз активларга инвестициялашни танлайди. Аксинча 1- инвестор энг рискли бўлиб, рисксиз фоиз ставка бўйича қарз олади (рисксиз активларни қисқа позицияда сотади) ва барча маблағларининг 100%дан кўпини М бозор (рискли) портфелига жойлаштиради. Аммо ҳеч бир инвестор М портфелдан бошқасига маблағларни инвестицияламайди, яъни инвестор капитали икки хилда жойлаштирилади: бири рисксиз активларга иккинчиси рисклиларига. Бунда рискли активларнинг фоиз удуши, қимматли қоғозларнинг нафақат миқдорий таркиби балки рискли фоиз ставкага ҳам боғлиқ бўлади.

Рисксиз актив нуқтасини «риск даромад» эгри чизиги билан боғловчи тўғри чизик, капитал бозорининг чизиги деб номланади. Барча инвесторлар ўхшаш кутилишларга эга бўлганлари сабабли уларнинг инвестиция портфеллари капитал бозори чизигида ётади. Ҳар бир алоҳида портфелнинг эгри чизикдаги жойлаштиши инвесторларни риска бўлган субъектив муносабатидан келиб чиқади.

Капитал бозори эгри чизигининг оғишиши $[E(R_m) - R_f]/\sigma(R_m)$ тенг бўлгани учун у қуйидагича тенгламага эга бўлади:

$$E(R_p) = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \frac{\sigma(R_p)}{\sigma(R_m)} \quad (7)$$

Бунда, R_f – рисксиз фоиз ставкаси,

R_m – М бозор портфели,

$E(R_m)$ – бозор портфели даромадлигини математик кутилиши

$\sigma(R_m)$ – бозор портфели даромадлиги дисперсияси

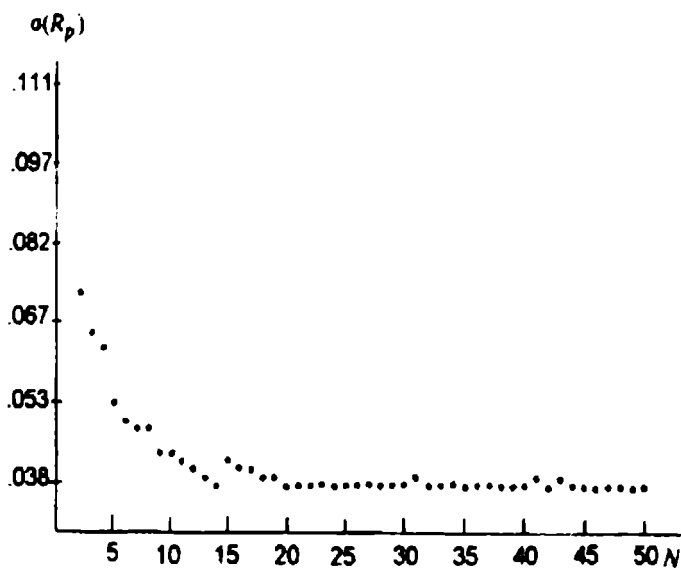
$\sigma(R_p)$ – инвестиция портфелининг умумий дисперсияси

Ушбу капитал бозори эгри чизигининг тенгламаси самарали инвестиция портфелининг рисклик ва даромад ўртасидаги муносабатини акс эттиради.

Аmmo мазкур концепция асосида ҳисоб-китобларни бажаришда парадоксал натижалар келиб чиқиши мумкин. Баъзан қимматли қоғозлар rischi алоҳида ҳолатларда қимматли қоғозларнинг диверсификациялашган портфелига нисбатан юкори бўлиб, қимматли қоғоз даромадлиги эса портфелга нисбатан паст бўлиши мумкин. Жумланинг боши мантикий бўлсада (диверсификациялашган портфел rischi алоҳида олинган актив riskидан паст бўлади), уни сўнги қисми парадоксдан иборатдир. Агар дисперсия rischi меъёрий бўлса, юкори riskли қимматли қоғозда даромадлилик паст бўлишини қандай изоҳлаш мумкин? Бу эса мантиқан ногўғридир.

Марковиц назариясининг давоми бўлган CAPM моделида эса дисперсия кимматли қоғозни риск-лилигини портфел рисклилиги билан таққослаганда рискни баҳолаш учун мақбул меъёр эмаслиги кўрсатилган.

Портфел диверсификациянинг кенгайишида дисперсиясининг ўзгариши



21-расм

Шунингдек, Марковиц назарияси рискни юқорида кўрсатилган тизимли ва тизимсиз

(кисқартириб бўлмайдиган) рискларга ажратади. Инвестиция портфелида қимматли қоғозлар миқдорини ошириб бориб, ҳар бир кўшилишдан сўнг риск (дисперсия) ҳисобланганида, рискни портфелдаги қимматли қоғозлар миқдорига боғлиқлик эгри чизиғи горизонтал ҳолатга интилади деган хулоса келиш мумкин, ва бу ҳолат, рискни қисқартириб бўлмайдиган ҳолат деб аталади. Мазкур рискни диверсификация орқали қисқартириб бўлмайди чунки у бозорга таъсир этувчи ташқи омилларга боғлиқ бўлади.

Тадқиқотимизда мазкур назарияни валюта бозорида қўллаш ва маълум риск шароитида барқарор даромад олиш имкониятларини таҳлил қиламиз.

Марковиц назарияси фонд бозори учун ишлаб чиқилган бўлсада, уни умумий жиҳатларга эга валюта бозорида ҳам қўллаш мумкин. Бу икки бозорда ҳам баҳолар нобарқарор бўлиб, доимий ҳаракатга эга бўлади. Бундан ташқари уларнинг иккаласи ҳам кўплаб иктисодий ва ноиктисодий омиллар таъсирига дуч келади. Аммо ушбу икки бозор ўртасида қатор фарқлар ҳам мавжуд.

Биринчи навбатда бу бозорлардаги номенклатурада кўзга ташланади. Валюта бозоридаги савдоларда иштирок этадиган валюталар, котировкаланадиган қимматли қоғозлар миқдорига нисбатан бир неча марта кам. Иккинчидан валюта бозорлари марказий банклар томонидан қаттиқ тартибга солиб борилади. Асосий мақсади ва

фаолият йўналиши миллий валюта барқарорлигини таъминлашга қаратилган марказий банкларни валюта бозорларидаги конъюктурага сезиларли таъсир этадилар. Ўз навбатида, бу каби йирик иштирокчининг фаолият юритиши бозордаги бошқа иштирокчиларга кўшимча рискни юзага келтиради.

Шу билан бирга валюта бозори ва фонд бозорларини ўзаро таъсирига ҳам тўхталиб ўтиш жоиз. Валюта барқарорлиги, бу валютада котировкала-надиган кимматли қоғозлар баҳоси барқарорлигининг зарурий шартларидан бири ҳисобланади. Шундай қилиб, валюта бозори ва фонд бозорлари ўзаро тўғридан-тўғри боғлиқликка эга. Фонд бозори эса валюта бозорига билвосита таъсир кўрсатади. Жумладан, валюта савдоларида харид ва сотиш қарорларини қабул қилишда қўлланиладиган фундаментал таҳлил ўз ичига фонд бозоридаги фаолликни ҳам олади.

Шу тарзда Марковиц назариясига асосланган ҳолда валюталар бўйича мавжуд реал курслардан фойдаланиб, тўрта валютадан иборат портфелни шакллантираемиз. Таҳлиллар асоси сифатида учта турли даврларни оламиз:

- Узоқ муддатли (3 йил);
- Ўрта муддатли (3 ой);
- Қисқа муддатли (3 кун).

Ўтказилган тадқиқотлар натижасида, турли даврларда риск квантификациясининг мазкур

узулида юзага келган афзаллик ва камчиликлар тўғрисида хулосаларни умумлаштирамиз.

Ўрта валюта жуфтликлари бўйича 01.07.2005 дан 29.06.2008 гача бўлган узок муддатли, уч йиллик даврни кўриб чиқамиз. Дастлабки таҳлил натижалари қуйидаги жадвалдаги натижаларни берди.

8-жадвал

Валюта курслари бўйича дастлабки маълумотлар

Кўрсаткичлар	EUR	GBP	CHF*	JPY*
Ўртача	0,9220	1,4881	0,6090	0,8503
Ўртача тортилган	0,9269	1,4844	0,6232	0,8224
Дисперсия	0,0024	0,0053	0,0017	0,0038
Ўртача квадрат чет.ланиш	0,0493	0,0728	0,0414	0,0613
Даромаднинг математик кутилиши	0,1305	0,0803	0,0976	0,0256

* - амалда франк ва иеналар тескари котировкаланади. Бир хиллик учун валюталарнинг баҳосини доллар эквивалентида акс этамиз.

Ўртача тортилган қийматда кейинги котировкаларга, олдингиларга нисбатан кўпроқ улуш ажратилади. Валюта даромадлигининг математик кутилишида, кўплаб турли хил кўрсаткичларни тушуниш мумкин. Бунда даромадлиликнинг математик кутилишида валюта курсини математик кутилишини, уни 1 га камайтирилган сўнги қийматига нисбати тушунилади. Таъкидлаш жоизки

кимматли қоғозлардан фаркли равишда валюта бозоридаги маржинал савдо киска позицияларни очиш имконини беради. Яъни валютага эга бўлмасдан туриб, уни харид қилиш ёки сотиш мумкин бўлади. Бунда тузилаётган битимнинг 1% миқдордаги дастлабки гарови тўланиши кифоя. Шунинг учун даромадни ҳисоблашда, каср 1 ортик ҳамда даромад ижобий бўлиши учун икки миқдордан (курснинг математик қутилиши ва уни сўнги қиймати) энг каттаси суръатда акс этиши керак бўлади.

Шунингдек ҳисоб-китоблар учун ковариацион матрицадан фойдаланилади. Ушбу матрица мос валюта бўйича четланишлар кўпайтмасини математик қутилиши сифатида акс этади. Валюталарнинг ковариацияси дисперсиянт беради. Шунингдек, ҳисоб-китоблар учун ҳар бир валюта бўйича даромадлар йиғиндисидан ҳосил бўлган даромаднинг векторидан ҳам фойдаланилади. Даромад вектори ва ковариацион матрица асосида, риск ва даромadini белгиланган валюталар портфелини тузиш мумкин. Олинган ковариацион коэффицентларни жойлаштирамиз.

9-жадвал

**Тўрта валюта жуфтликлари бўйича
ковариация матрицаси**

	EUR	GBP	CHF	JPY
EUR	0,002429	0,002756	0,00155	0,223015
GBP	0,002756	0,005301	0,00143	0,001851
CHF	0,00155	0,00143	0,001713	-0,0005
JPY	0,223015	0,001851	-0,0005	0,003755

Марковиц назариясига мувофик, риск ва даромаднинг турли хилдаги комбинациясини тузиш мумкин. Ўз навбатида, инвесторларнинг «риск-даромад» эгри чизиғининг самарали қисмида жойлашган портфелларга қизиқиши бўлади. Бу портфеллар минимал рискка эга портфелларга (MVP -Minimum Variance Portfolio) нисбатан юқори даромад келтирувчи портфеллардир. Шунингдек, бозорда пулнинг сикилиши ва рисксиз ставка бўйича қарз олиш имконини мавжудлиги ҳисобга олинандиган бўлса, капитал бозори чизиғи ва «риск-даромад» эгри чизиғида жойлашган бозор портфелини (MP) аниқлаш мумкин.

10-жадвал

Узоқ муддатли даврда портфеллар таркиби ва кўрсаткичлари

	MVP	MP
EUR	0,009145	-0,0009031
GBP	0,064754	-0,0867768
CHF	0,925846	1,08103882
JPY	0,000256	0,00664107
VAR	0,001693	0,001759
E(Rp)	0,09675	0,09859

Шу тарзда минимал дисперсияга эга портфел 0,9% еводан, 6,4% фунт стерлинг, 92,5% швейцария франки ва 0,02% йенадан ташкил топади (10-жадвал)

Уларнинг йигиндиси 1 га тенг бўлади. Яъни капитал ҳар бир валютада айнан шу тарзда тақсимланадиган бўлса, инвестор йиллик 9,675% даромад келтирадиган миқдори 0,001693 тенг бўлган рискни қисқартириши мумкин.

Рисксиз фоиз ставкаси мавжудлиги хусусида тасаввурга эга бўлсак, бозор портфелини (MP - Market Portfolio) шакллантирсак, у асосан (1,08%) улушда швейцария франкидан ва қисқа сотишларда (-8,67%) фунт стерлингдан иборат бўлади. Қисқа сотиш маълум активларга эгалик қилмаган ҳолда унинг сотилишини англатади. Яъни ушбу ҳолатда инвестор ўз капиталининг 8% миқдоригаги фунтни қисқа позицияда сотади (рисксиз фоиз ставкаси бўйича қарз олади) ва унинг ўрнига швейцария франкини харид қилади. Шундай қилиб, инвестор rischi 0,001759 гача кўтарилади, даромад эса йиллик 9,859%ни беради.

Умуман олганда, депозит миқдори унча катта бўлмаган ҳолатда валютанинг хариди/сотилиши бўйича стандарт ҳажмлар мавжудлиги бундай портфел тузишда қийинчиликларни юзага келтиради. Шу сабабли мазкур тавсия франк харид қилиш кераклигини англатади.

Куйида навбатдаги 3 ойлик даврий оралик (01.04.2008 дан 29.06.2008 гача) учун портфел шаклланишини кўрамиз.

Ўрта муқдатли даврий ораликда портфел таркиби ва кўрсаткичлари

	MVP	MP
EUR	-0,35713	-0,56035
GBP	-0,00086	0,01384
CHF	0,113981	-0,25462
JPY	1,244011	1,84 133
VAR	0,000119	0,000181
E(R_p)	0,024575	0,01 279

Ушбу ҳолатда бозор потфели асосан япон йенасидан иборат бўлиб, евро ва швейцария франки сотилади. Шундай қилиб, турли хилдаги вақт оралиғида модел валюта портфелини шакллантиришда зиддиятларни юзага келтиради.

Қисқа муқдатли уч кунлик даврий оралик учун ҳисоб-китоб натижаларини 12жадвалга жойлаштирамиз.

Қисқа муқдатли портфелнинг даврий ораликда таркиби ва кўрсаткичлари

	MVP	MP
EUR	-0,44294	-0,48501614
GBP	-0,1398	-0,135797101
CHF	1,154809	1,189099228
JPY	0,427923	0,431714012
VAR	0,00000198	0,00000198
E(R_p)	0,001132161	0,001093247

Даврий кискаришга эга моделнинг амалдаги валюта бозорига тадбиқ этиши имкониятлари борган сайин қискариб бормоқда. Уччала ҳолатда ҳам рисксиз фоиз ставкаси сифатида 5% миқдори қабул қилинган эди. Дисперсия ва даромадлилик миқдори вақтнинг кискариши билан зиддиятни кучайтирмоқда, яъни юқори даромадлилик паст қийматдаги дисперсия (риск)да эришилган.

Ўз навбатида мазкур модел катор камчиликларга эга бўлиб, ҳақиқатда ундан фойдаланиш имкониятларини чеклаб қўймоқда. Биринчидан, моделда валюта бозорида ўта муҳим бўлган вақт омили ҳисобга олинмаган. Жумладан франк харид қилинадиган бўлса, қандай муддатга позиция очилиши ва қутилаётган курс қиймати олдиндан аниқланиши керак. Иккинчидан, юқорида таъкидланганидек, портфел рискини алоҳида олинган валюта жуфтлиги бўйича риск билан дисперсия орқали тақослаш нотўғри бўлади. Кўп ҳолларда бу зиддиятларни келтириб чиқаради. Учтинчидан, валютага нисбатан даромадлилик тушунчасини аниқлаш мураккаб масаладир. Эҳтимол ушбу тушунчани Марказий банк фоиз ставкаси сифатида ёки даромадни тарихий маълумотлар асосида ҳисоблаш мақсадга мувофиқ бўлар эди.

Шундай қилиб, юқорида валюта бозорида портфелни шакллантириш назариясини қўллаш имкониятлари таҳлили асосида, баъзи четланишларни ҳисобга олган ҳолда, халқаро валюта бозоридаги савдоларга жорий этиш мумкин деган хулосага эга

бўлдиқ. Ушбу назариядан узоқ муддатли давр мобайнида рискни қисқаритиришда фойдаланиш мумкин. Кундалиқ спекулятив савдоларда мазкур моделни қўллаш зиддиятли натижаларни бериши мумкин.

7.2. CAPM модели ва уни валюта бозорида қўллаш

Молия бозорида рискларни қисқартириш учун CAPM (Capital Asset Pricing Model) усулидан фойдаланилади. Ушбу усул 1964 йилда Шарп томонидан ишлаб чиқилган. Моҳиятан CAPM асосида рискни баҳолаш, Марковиц назариясининг давоми бўлиб ҳисобланади ва қуйидагича формулада акс этади:

$$E(R_p) = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \frac{\sigma(R_p)}{\sigma(R_m)} \quad (8)$$

Бозор портфели рискли активлардан шундай ташкил топган бўлиб, ҳар бир активнинг портфелдаги улуши w_i мазкур активнинг бозор баҳосини инвестиция портфелининг умумий бозор баҳоси нисбатига тенг бўлади. Шунингдек, модел портфелда ноль қийматдаги дисперсия ва математик кутилишга эга, рисксиз фоиз ставкасига мос келадиган рисксиз актив мавжудлигини акс этади.

Капитал бозорининг тенгламасига ҳам ўзгартириш киритилади. Умумий инвестиция портфели R_p ўрнига ҳар бир актив R_i кўрилади, шунингдек портфелнинг ўртча квадратик четланиши ўрнига бозор портфелига эга актив коварнацияси киритилади:

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} \quad (9)$$

Бунда, $E(R_i)$ – ҳар бир R_i активдан кутилаётган даромадлилик,

R_f – рисксиз фоиз ставкаси,

R_m – бозор портфели,

σ_{im} – бозор портфелини R_i актив билан ковариацияси,

σ_m^2 – бозор портфелининг дисперсияси.

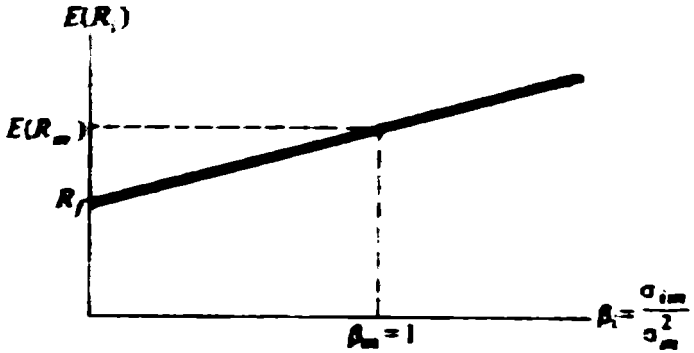
Мазкур тенглама CAPM модели ҳисобланиб, ҳар бир R_i активдан кутилаётган даромад рисксиз фоиз ставкаси ва риск учун премияга тенглигини кўрсатади. Ўз навбатида риск учун премия нарх ва риск кўпайтмасини англатади. CAPM моделидаги риск миқдори β_i деб номланади.

$$\beta_i = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2} = \frac{COV(R_i, R_m)}{VAR(R_m)} \quad (10)$$

Яъни, β R_i активни бозор портфели билан ковариациясини бозор портфелининг дисперсиясига нисбатини ақс этади.

CAPM нинг график модели қимматли қоғозлар бозори чизигини ақс этади. Бу чизик R_i активдан олинadиган даромадни β коэффициентга боғлиқлигини кўрсатади.

Қимматли қоғозлар Базори Чизиғи



22-расм

β нинг муҳим хусусияти бўлиб, алоҳида қимматли қоғоз ва портфел рискинни ҳисоблашнинг мақбул меъёри ҳисобланишидир. Ушбу кўрсаткич риск ортishi билан даромад кўпайиши тенденциясига эгадир.

Шунингдек β кўшимча кўшимча хусусиятларга эга бўлиб, алоҳида қимматли қоғоз β таси улардан портфелни шакллантиришда бу қимматли қоғозларни портфелдаги улушига пропорционал бўлади. Шу тарзда қимматли қоғозлардан янгидан шакллантирилган портфел рисқи баҳоланади. Масалан, капиталнинг $a\%$ X активга ва $(1-a)\%$ Y активга жойлаштирилганида β_x ва β_y коэффицентларининг мос қийматида, жами портфелнинг умумий β коэффиценти қуйидагига тенг бўлади:

$$\beta_p = a \times \beta_v + (1 - a) \times \beta, \quad (11)$$

Алоҳида олинган валюталар жуфтлиги ва умумий бозор портфели учун, β коэффициентини аниқлаш мақсадида CAPM модели ёрдамида валюта бозори таҳлилини бажарамиз. Таҳлил учун асос сифатида аввалги таҳлилдаги каби муддатларни оламиз:

– Узоқ муддатли (3 йил). 01.01.2000 дан 31.12.2002

– Ўрта муддатли (3 ой). 01.10.2002 дан 31.21.2002

– Қисқа муддатли (3 кун). 27.12.2002 дан 29.12.2002

Ҳар иккала таҳлиллардаги муддат бир хил бўлгани сабабли, аввалги таҳлиллардаги натижалардан фойдаланамиз.

Учала муддат бўйича олинган ҳисоб-китоблар натижасида турли валюталар учун қуйидаги коэффициентлар олинди.

13-жадвал

Алоҳида олинган валюталар бўйича β коэффициентлари

	Узоқ муддат учун β	Ўрта муддат учун β	Қисқа муддат учун β
EUR	1,657103	0,302273	0,958561
GBP	0,622777	0,938598	0,971973
CHF	0,979494	-0,05104	0,973745
JPY	-0,50171	0,619918	1,016943

Шундай қилиб, турли даврлар учун олинган β коэффициентлар ўртасидаги сезиларли фарқ юзага келган. Уч йиллик давр учун фарқ икки бирликни

ташкил этган бўлса, уч ойлик даврда фарк 1 гача тушган, уч кунлик даврдаги ҳисоб-китобларда эса барча коэффицентлар қарийб тенгдир.

Ушбу модел биржа савдоларида позициянинг очилиши ва ёпилиши бўйича буйруқларни белгилашга ёрдам бермайди, лекин моделдан портфел рискини баҳолашда ва бозор ҳолати билан такқослашда фойдаланиш мумкин.

7.3. Опционлар нарҳини шаклланиш моделини валюта бозорида қўллаш

Опционлар нарҳини шаклланиш модели 1971 йилда Фишер Блэк ва Майрон Склоуз томонидан ишлаб чиқилган.³² Унинг асосида нормал тақсимотга асосланиб, бозорни эҳтимолий баҳолаш ётади.

Опцион бу олдиндан келишлган баҳода маълум активни келгусида харид қилиш ёки сотиш бўйича ҳуқуқдир. Бу баҳо опцион шартномасида қайд этилган бўлиб, ўзгартирилиши мумкин эмас. Актив бўлиб, ҳар қандай товар, қимматли қоғоз, валюталар хатто айрим ҳосилавий воситаларнинг ўзи ҳам бўлиши мумкин. Бизнинг ҳолатда актив сифатида валюта, аниқроғи валюта жуфтлиги олинади.

Блэк ва Склоузлар қуйидаги катор омилларга боғлиқ бўлган опционлар нарҳини баҳоловчи формула ишлаб чиқишган:

³² Fischer Black, Myron Scholes. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. The Journal of Political Economy, Vol. 81, No. 3. (May - Jun., 1973), pp 637-654

- Активнинг жорий нархи;
- Опционни ижро этиш нархи;
- Актив нархининг тебранувчанлиги;
- Опцион ёзиладиган муддат.

Буларни ҳисобга ҳолда формула куйидаги кўринишга эга бўлади:

$$C = SN(d_1) - XN(d_2)(1+r)^{-1} \quad (12)$$

$$d_1 = \frac{\ln(S/X) + r_1 T}{\sigma\sqrt{T}} + \frac{1}{2}\sigma\sqrt{T} \quad (13)$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T} \quad (14)$$

Бунда, C – харид опцион бўйича нарх,
 S – активнинг жорий нархи,
 X – опцион ижро этиш нархи,
 T – опцион муддати тугагунгача бўлган вақт,
 r_1 – рисксиз фоиз ставкаси,
 σ – актив нархининг тебранувчанлиги (ўртача квадратик четланиш)

$N(d)$ –кумулятив эҳтимоллик.

Опцион нархининг шаклланиш мантиғи опцион муддати тугаши билан уни фойда билан ижро этиш эҳтимоллиги қанчалик юқори бўлса (яъни, опцион ички қийматга эга бўлади, «пулдаги» опцион), бу опцион нархи шунчалик юқори бўлади. Бошқача айтганда, опционнинг нархи мазкур опцион соғувчиси рискинни белгилаб берувчи кўрсаткич ҳисобланади.

Юқорида келтирилган формула фақат харид опциони учун нархни баҳолашда қўлланилади. Сотиш опциони учун нархни аниқлашда паритет

шартидан фойдаланилади, яъни бунда бозорда арбитраж натижасида фойда олиш имкони мавжуд бўлмайди. Харид опцион учун нархни сотиш опцион учун нархига боғлиқлигини акс этувчи формула куйидагича бўлади:

$$C - P = S - \frac{X}{(1+r_f)^t} \quad (15)$$

Бунда, C – харид опцион бўйича нарх,
 P – сотиш опцион бўйича нарх,
 S – активнинг жорий нархи,
 X – опцион ижро этиш нархи,
 r_f – рисксиз фоиз ставкаси,
 t – опцион муддати тугагунгача бўлган вақт.

Учта вақт оралиғида валюталар бўйича опцион қийматини ҳисоблаймиз. Инвесторлар жорий пайтда пулсиз бўлган опционларга эга бўлишга қизиқишади. Яъни шу тарзда валюта маълум миқдордан юқорига ёки пастга ўзгариш rischi аниқланади. Натижада ижро нархи жорий нархдан паст бўлган харид опцион ҳамда ижро нархи жорий нархидан юқори бўлган сотиш опционига ҳеч қандай қизиқиш бўлмайди, чунки бу опционлар валюта курсини тушиши ёки кўтарилишининг соф рискини акс этмайди.

Евро бўйича уч йиллик давр учун опцион нархи, ҳисоб-китоб натижалари 14-жадвалда акс эттирилган.

**Ижро нархига боғлиқ тарзда харид ва сотиш
бўйича валюта опционларининг қиймати**

EUR			S=1,0479	r _f =0,05	σ=0,049	T=1
X	d ₁	d ₂	N(d ₁)	N(d ₂)	Call	Put
0,9829	2,3522	2,303	0,9906	0,9893	0,1131	0,0012954
0,9879	2,2486	2,199	0,9877	0,9860	0,1084021	0,0013592
0,9929	2,1456	2,096	0,9840	0,9819	0,1037215	0,0014406
0,9979	2,0430	1,994	0,9798	0,976	0,099062	0,0015436
1,0029	1,9710	1,892	0,973	0,970	0,0944309	0,0016733
1,0079	1,8395	1,790	0,9670	0,963	0,0898305	0,0018353
1,0129	1,7385	1,689	0,9589	0,9544	0,0852694	0,0020360
1,0179	1,6380	1,589	0,9492	0,943	0,0807541	0,0022827
1,0229	1,5380	1,489	0,9379	0,931	0,0762928	0,0025832
1,0279	1,4384	1,389	0,9248	0,917	0,0718939	0,0029463
1,0329	1,3394	1,290	0,9097	0,901	0,0675669	0,0033812
1,0379	1,2408	1,191	0,8926	0,883	0,0633215	0,0038977
1,0429	1,1427	1,093	0,9734	0,862	0,0591677	0,0045058
1,0479	1,0451	0,996	0,8520	0,8404	0,0551161	0,0052161
1,0529	0,9479	0,8989	0,8284	0,8156	0,0511770	0,0060389
1,0579	0,8512	0,802	0,802	0,788	0,0473607	0,0069845
1,0629	0,7549	0,706	0,7748	0,759	0,0436770	0,008062
1,0679	0,6592	0,6102	0,7451	0,729	0,0401352	0,009282
1,0729	0,5638	0,5148	0,7135	0,696	0,0367439	0,010653
1,0779	0,4689	0,419	0,6804	0,662	0,0335106	0,0121820
1,0829	0,3744	0,325	0,6459	0,627	0,0304416	0,013875
1,0879	0,2804	0,231	0,6104	0,591	0,0275421	0,015737
1,0929	0,1868	0,1378	0,5741	0,554	0,0248159	0,017773
1,0979	0,0936	0,044	0,5373	0,517	0,0222650	0,019984
1,1029	0,0009	-0,048	0,5003	0,480	0,0198903	0,022371
1,1079	-0,091	-0,140	0,4635	0,444	0,0176907	0,024933

7.4. Рискни баҳолашда VaR усули ва уни валюта бозорида қўллаш

Молиявий рискларни баҳолашда жаҳон амалиётида кенг қўлланиладиган усуллардан бири бўлиб VaR (Value-at-Risk), яъни «риск миқдори» ёки «риск меъёри» ҳисобланади.

VaR – бу статистик ёндашув бўлиб, унда бозор омиллари ўзгаришининг барча қийматини уларни эҳтимолликлари билан боғлайдиган эҳтимоликнинг тақсимланиш тушунчаси қўлланилади. VaR қатор афзалликларга эга, жумладан:

- ушбу усул кутилаётган зарарлар доирасида уларни юзага келиш эҳтимоллиги орқали рискни баҳолаш имконини беради;

- турли бозорларда универсал тарзда рискни баҳолаш имконини беради;

- позициялар сони тўғрисидаги маълумотлар, ҳамда позицияни ушлаш давомида бозордаги тебранишларни ҳисобга олган ҳолда алоҳида позицияларни умумий портфел учун ягона миқдорга келтириш имконини беради.

Умуман олганда VaR – бу бозор рискин баҳолашнинг универсал усулидир.

VaR – бу молия ташкилотининг белгиланган портфелда маълум вақт давомида, бозор омилларини белгиланган тақсимотида, белгиланган энг кичик фоиз ҳолатидан ташқари, барча ҳолатлар учун максимал зарарларни статистик баҳолашдир.

Катъий белгиланган портфелни кўриб чиқамиз. Портфелнинг VaR миқдори маълум ишончли p миқдори ва позицияни саклашни t даври учун портфел ушловчисини умумий давр мобайнида p эҳтимоллий, яъни $P(X < V) = p$ кутилаётган X зарарларини қоплашга етарли бўлган V миқёсида аниқланади. Эҳтимолик назарияси нуқтан назаридан VaR – бу белгиланган тақсимланишнинг p -квантилидир. VaR ҳисоблаш натижасида қуйидаги хулоса шакллантирилади: «Биз яқин t кунларда V миқдоридан кўп зарар кўрмаслигимизга $p\%$ га ишонамиз».

VaR ни ҳисоблаш учун умумий формула қуйидаги шаклга эга:

$$VaR = N^{-1}(p) \times \sigma \times I \quad (16)$$

Бунда, $N^{-1}(p)$ – белгиланган ишончликнинг p оралиғида нормал тақсимланишининг тескари миқдори,

σ – мос активнинг ўртача квадратик оғишиши,

I – инвестиция портфелига қўйилаётган маблағлар ҳажми.

VaR ни ҳисоблаш учун, унинг миқдорига таъсир этувчи қатор муҳим элементларни белгилаб олиш зарур. Биринчи навбатда бу портфелдаги активлар нархига бевосита таъсир этувчи бозор омилларининг эҳтимолий тақсимланишидир. Уни шакллантириш учун маълум вақт давомида, ҳар бир активни юритиш бўйича статистикаси зарур. Актив нархларининг ўзгариш логарифми ўртача ноль билан тақсимланиши нормал тақсимот қонунига бўйсунди

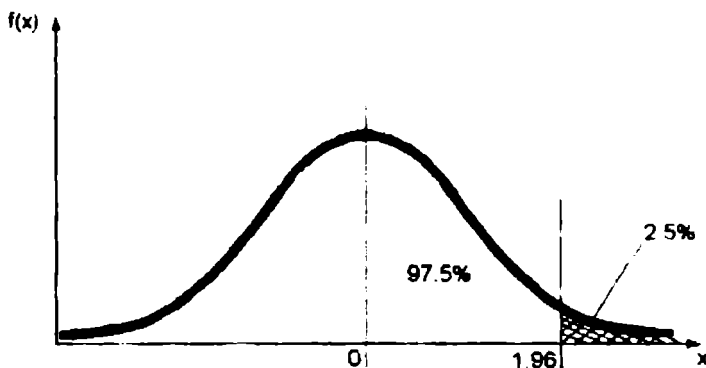
деб фараз қилсак, тебранишни баҳолашнинг ўзи кифоя (яъни стандарт четланиш). Аммо амалда тўғри тақсимот бўйича ҳолат одатда бажарилмайди. Бозор омиллари тақсимотидан сўнг ишончли даражани, яъни зарарларимиз VaR дан ортмаслиги лозим бўлган эҳтимолликни аниқлаш зарур. Шундан сўнг зарарлар миқдори баҳолангач, позицияни ушлаш даври аниқланади. Айрим соддалаштиришлар амалга оширилгач, портфелнинг VaR миқдори позицияни ушлаш даврининг иккинчи даражали илдизи остига тўғри пропорционаллиги аниқланади. Шу сабабли бир кунлик VaR миқдорини ҳисоблашнинг ўзи кифоя. Тўрт кунлик VaR ни ҳисоблаш учун эса олинган қийматни икки баробар кўпайтириш керак бўлади.

Шунингдек, турли хил бозор омиллари ўртасида корреляцион боғлиқликларни аниқлаш зарур. Айнан ушбу боғлиқлик кўрсаткичини аниқлаш VaR усулида жуда муҳим ҳисобланади. Амалда ижро муддати ноябрда белгиланган Давлат қисқа муддатли облигациялари (ДҚМО)ни сотиш бўйича 1000 фьючерслар билан бирга худди шу нашрда чиқарилган ижро муддати декабрда белгиланганидан иборат портфел, ДҚМО хариди бўйича 1000 фьючерсларидан ташкил топган портфелда зарарлар миқдори жуда кам бўлади, чунки бу фьючерслар бўйича нархлар ўзаро кучли корреляцияга эга бўлиб, бир хилда ўзгаришга эга бўлади.

23-расмда маълум портфел ва позицияни ушлаш муддати учун, даромад ва зарарлар эҳтимолининг так-

симланиши акс этувчи эгри чизик акс эттирилган. Штрихланмаган майдон эгри чизик остидаги умумий майдоннинг 97,5% ташкил этгани сабабли танланган ишонч даражаси (97,5%)га мос келади. VaR белгиланган ишонч миқдорига тўғри келувчи кутилаётган зарар миқдорини акс этади.

VaR усулида эҳтимолликнинг тақсимланиши ва ишонч даражаси



23-расм

VaR ни ҳисоблашнинг уч хил кўриниши мавжуд: аналитик (ёки вариация-ковариация усули), тарихий моделлаш ва статистик моделлаш (Монте-Карло усули).

Аналитик усул. Ушбу усул фақатгина бозор омиллариининг тақсимланиш кўрсаткичларини нормал ҳолатда баҳолашни талаб этади. Портфелдаги

ҳар бир актив нархининг ўзгариши логарифмини стандарт четланиши баҳоланиб, стандарт яетланиш-ни ишонч даражасига мос келадиган коэффициентини (масалан 97,5% даража учун) кўпайтириш орқали VaR ҳисобланади. VaR тўлиқ ҳисобланиши учун активлар ўртасидаги корреляцион боғиқликни аниқлаш зарур.

Аналитик усул кўллаш учун жуда содда бўлиб, исталган барча компьютерларда ҳисобланиши мумкин (ҳатто реал вақт режимида ҳам). Аммо у қатор камчиликларга ҳам эгадир. Хусусан ушбу усулда стационар тўғри тақсимотга асосланиш, бозорларда шу жумладан валюта бозорида кўллаш кутилган натижани бермайди.

Тарихий моделлаш. Ушбу усулда кўрсаткичлардан фойдаланилмайди ва яқин келажакда бозорнинг стационар ҳолатда бўлишига асосланган. Бунинг учун жорий пайтда портфелдаги барча активларнинг нархларида нисбий ўзгаришлар кузатиладиган давр (масалан, 100 савдо кунлари) белгиланади. Шундан сўнг ҳар бир ўзгариш учун жорий портфел нархи канчага ўзгариши ҳисобланади ва олинган 100 та сонлар камайиб бориш тартибидан кўйиб чиқилади. Тескари рақам билан олинган сон, танланган мос ишонч даражаси (масалан, 99% даража учун 99 рақамли сон олинади) портфелнинг VaR миқдорини курсатади. Ушбу усулнинг сўзсиз афзалликлари бўлиб, у махсус натижаларни соддалаштиришни талаб этмайди. Аммо шу билан бирга унинг асосий

камчилиги, юзага келадиган ҳолатни олдиндан белгилашда ҳисоб-китоб натижаларида нобарқарорликни мавжудлигидадир.

Ҳақиқатдан ҳам, мавжуд 200 кунликдан дастлабки 100 кунликда йена курсининг тебраниши 1% тенг бўлди, кейинги 100 кунликларда эса ўн баробар кам. Сўнги 100 кунлик давр учун VaR миқдорини оладиган бўлсак, у умумий мавжуд даврга нисбатан бир неча баробар кам бўлади. Мазкур миқдорни танлаш учун бозордаги жорий ҳолат бўйича кўшимча маълумотлар талаб этилади.

Статистик моделлаш. Бу усул белгиланган хусусиятлар бўйича тасодифий жараёнларни моделлашга асосланиб, Монте-Карло усули деб ҳам номланади. Тарихий моделлашдан фарқли равишда, Монте-Карло усулида активлар нархи белгиланган кўрсаткичларга мувофиқ тарзда ўзгаради. Имитациялашган тақсимоат одатда исталганча бўлиши мумкин сценарийлар сони эса ўн мингтагача етади. Қолган жойларда Монте-Карло усули тарихий моделлашдан фарқ қилмайди. Монте-Карло усули юкори аниқлиги билан ажралиб туради ва деярли барча турдаги портфелларга нисбатан қўлланилиши мумкин.

Монте-Карло усулида портфелни умумий баҳолаш учун соддалаштириш ва формулалардаги умумлаштириш қўлланилмайди. Шунинг сабабли портфел бўйича натижалар ҳамда тебраниш ва корреляция учун мураккаб бўлган моделларни қўллаш мумкин. VaR усудининг Монте-Карло усули ёрдамида

баҳоланиши деярли барча ҳолатларда компьютер дастурларида амалга оширилади. Моделдаги маълумотлар эса формулаларни эмас мураккаб дастур ости ҳисоблаш жараёни сифатида акс этади. Яъни Монте-Карло усули рискларни ҳисоблашда, деярли барча кўринишдаги мураккаб моделларни қўллаш имконини беради.

Монте-Карло усулининг афзалликлари:

– Чизикли бўлган дастакларга нисбатан рискларни баҳолаш мумкин;

– Исталган тақсимотни қўллаш имкониятини беради;

– Бозордаги мураккаб ўзгаришларни моделлаш имкони мавжуд (тренд, юқори ёки паст тебранишларга эга кластерлар, риск омиллари ўртасидаги ўзгарувчан корреляциялар, шартли сценарциялар ва бошқаларни);

– Моделни чекланмаган йўналишда ривожлантириш.

Монте-Карло усулининг камчиликлар:

– Жорий этилишининг мураккаблиги;

– Юқори қувватга эга ҳисоблаш таъминотини талаб этиши;

– Топ-менеджмент томонидан тушунилиши кийинлиги;

– Содда кўринишларда тарихий ва кўрсаткичлар таҳлил усулларига яқин бўлиши натижасида улардаги камчиликларни олиши;

– Моделлардан фойдаланишда катта хатоларга йўл қўйиш эҳтимоли мавжуд.

Рискларни бошқаришда кенг тарқалган усуллардан бири бўлишига қарамасдан VaR усули қатор умумий камчиликларга эга:

Биринчидан, VaR кичик эҳтимолликда (1-0,01 а) катта ҳажмдаги зарарлар юзага келишини ҳисобга олмайди;

Иккинчидан, VaR усулида зарарларнинг турли хил тақсимланишини ҳисобга олинмаганлиги учун зичлик секин тарқалганида рискларни ноаниқ баҳолаши мумкин.

Учинчидан, VaR ўзаро боғлиқликни акс эттирмайдиган миқдор бўлиб, у қўшимча таркибий портфел хусусиятларини қамрай олмайди. Масалан, айрим ҳолатларда портфелнинг VaR миқдори, икки таркибий портфел йиғиндисидан кўп бўлиши мумкин. Бу эса мантиқан нотўғри ҳисобланади. Ҳақиқатан, риск миқдорини бозор рискни қоплашга шакллантириладиган захира капитал ҳажми деб ҳисобласак, умумий портфел бўйича рискни қоплаш учун алоҳида олинган портфеллар йиғиндисидан кўп бўлган заҳирани таъминлашга зарурат бўлмайди.

Тўртинчидан, VaR вақт қаторларининг барча кўрсаткичларини ҳисобга олмайди. Бозор умумий тенденция (тренд)га, шунингдек маълум чегаралардан чиқиб кетишга йўл қўймайдиган психологик нарх даражасига эга бўлади. VaR

техник таҳлилнинг асосий қонунияти, яъни тренд ўз йўналишини ўзгартирмайди ва давомийликка эга бўлишини ҳисобга олмайди. Бунда ушбу усул эҳтимолликнинг тақсимланишида трендни ҳисобга олмайди.

VaR усулининг айрим камчиликлари Shortfall усулида бартараф этилган. Портфелнинг t кунлардан сўнг қутилаётган зарар миқдорини X деб белгиласак, $V = VaR_p(X)$ (p -боғлиқлик даражаси)да $Shortfall_p(X)$ миқдори (X) зарарларнинг шартли математик қутилиши бўлади, бунда $X > V$ шарт бажарилади:

$$Shortfall_p(X) = E(X | X > V) \quad (17)$$

Shortfall рискни баҳолашнинг консерватив усули бўлиб, зарарларни қоплаш мақсадида кўпроқ капитални захиралашни талаб этади. Шу тарзда Shortfall кичик эҳтимолликка ($1-p$ дан кам) бўлган ҳолатларда катта ҳажмдаги зарарларни ҳисобга олиш имконини беради. Шунингдек, ушбу усул зарарларнинг тақсимланиши зич бўлганда рискларни баҳолашнинг мақбул усули ҳисобланади.

Қуйида юқорида тавсифланган усуллар ёрдамида даврий ораликда захира капитални шакллантириш усулларини ҳисоблаш натижалари келтирилган. (15-жадвал)

Тарихий усул портфел ўзгариши бўйича тарихий маълумотлар асосида максимал зарарларнинг аниқланишини аниқлатади. 99% эҳтимоллик билан йена

бўйича зарарлар 389 доллар, фунт бўйича 292 доллар, Швейцария франки бўйича 204 доллар, евро бўйича 412 доллардан ортмайди. Бунда портфел учун умумий зарарлар 1329 дан кўп бўлмайди. Бу ерда тўрта валюта бўйича 1598 доллар заҳира капиталини шакллантириш зарур бўлганида, ушбу усул 1329 доллар кераклигини кўрсатмоқда.

15-жадвал

Валюта портфелидаги зарарларни 99% ишонч даражаси билан ҳисобланган усуллар натижалари (3 йиллик)

Усул номи	JPY	GBP	CHF	EUR	Портфел
Тарихий	389	292	204	412	1329
Монте-Карло	337	257	380	370	1162
Shortfall	577	421	727	626	2239
Давр учун максимал қиймат	493	403	642	575	1801

Монте-Карло усули воқеликни юз бериши ҳолатларининг тарихий кўрсаткичлари бўйича тузилган маълумотлар асосида ҳисобланган бўлиб, бунда заҳира капитали умумий портфел учун ҳисобланган миқдордан кўп.

Shortfall усулида бошқаларига нисбатан консерватив бўлганини унда талаб этиладиган заҳира капитали ҳатто максимал қийматдан ҳам кўплигидан кўриш мумкин. Ҳисоб-китобларга портфелдаги тўрта валюта киритилган бўлиб, дастлабки депозитда

уларнинг ҳар бирини улуши тенг 25% тақсимланган.

Таъкидлаш жоизки, мазкур ҳолатда максимал зарарлар максимал даромадга тенг бўлиши мумкин. Бу бозорни икки йўналишда бўлиши билан асосланади.

Даврий кўрсаткичларни (кунларда) ҳисоб-китобларга киритилганида вақт оралиғига боғлиқ равишда максимал зарарларни ҳисоблаш мумкин.

Кутилаётган зарарларни бир неча даврларга бўлиб, ҳисоблашда олинган даврлар учун кутилаётган зарарлар биринчи давр бўйича зарарларни даврлар сонининг илдиз остига кўпайтмасига тенг бўлишига асосланади. (16-жадвал)

16-жадвал

Портфелнинг максимал зарарларини вақт горизонтига боғлиқлиги

Горизонт (кунларда)	JPY	GBP	CHF	EUR	Портфел
1	337	257	380	370	1162
2	477	364	538	523	1643
3	585	446	659	641	2013
4	675	515	761	740	2324
5	755	576	851	827	2599

Ўрта муддатли давр (3 ойлик) учун рискларни баҳолаймиз. Портфел таркиби ва ишонч даражаси юқоридаги каби бир хил. Олинган натижаларни жойлаштирамиз 17-жадвалга жойлаштирамиз.

17-жадвал

Валюта портфелидаги зарарларни 99% ишонч даражаси билан ҳисобланган усуллар натижалари (3 ойлик)

Усул номи	JPY	GBP	CHF	EUR	Портфел
Тарихий	169	119	120	106	387
Монте-Карло	132	108	124	114	413
Shortfall	225	186	178	156	583
Давр учун максимал қиймат	191	160	244	230	783

17-жадвал маълумотларидан заҳира капиталнинг миқдорига қўйиладиган талаблар аксарият ҳолатларда камайганини кўриш мумкин. Шунга мос тарзда заҳирани вақтли давр оралиғига боғлиқлигини таҳлил қилиш мумкин.

Уч кунлик давр учун таҳлил натижаларини 18-жадвалга жойлаштирамиз.

18-жадвал

Валюта портфелидаги зарарларни 99% ишонч даражаси билан ҳисобланган усуллар натижалари (уч кунлик)

Усул номи	JPY	GBP	CHF	EUR	Портфел
Тарихий	137	104	56	65	363
Монте-Карло	88	69	76	72	262
Shortfall	152	75	87	66	507
Максимал қиймат	137	104	56	65	363

Захира меъёрларнинг янада қисқариб бориши дисперсиянинг юқори таъсирга эга эканлигидан далолат беради ва бу уни даврий вақт оралиғини қисқариб бориши билан камайишида акс этмоқда.

7.5. Валюта бозорларида рискларни баҳолаш моделларининг қиёсий тафвиқи

Юқорида кўрилган усулларнинг асосий камчиликлари куйида келтирилади (19-жадвал).

Куйида валюта бозоридаги рискларни баҳолаш ва таҳлил қилиш бўйича асосий усулларни кўриб чиқдик. Маркович ва САРМ усуллари турли хилдаги активлардан иборат портфелларни шакллантириш орқали рискларни баҳолайди ва қисқартиришга йўналтирилган. Опцион баҳосини шакллантириш назарияси актив нархининг тўғри тақсимотида опцион баҳосини (мазкур опцион эгасининг рискин) аниқлайди. Аммо валюта бозорида тўғри тақсимот истисно бўлиб, одатий ҳолат ҳисобланмайди. Шунингдек, пут ва колл нархларининг баҳоланиши тубдан фарқ қилади, бу эса нарх тушганида нол билан чекланганлиги, унинг кўтарилишида эса ҳеч қандай чеклов мавжуд эмаслигини англатади. Валюта бозорида нархни кўтарилиш ёки тушиш ҳолатига нисбатан алоҳида ягона ёндашув бўлиши зарур.

Айнан шундай ёндашув VaR усулида ҳисобга олинган. Ушбу усул белгиланган эҳтимоллик билан қутилаётган зарарларни баҳолаш имконини беради. Бундай ёндашув трейдер зарарларини чекловчи стоп-

**Рискни баҳолаш усулларининг асосий
камчиликлари**

Рискни баҳолаш усуллари	Асосий камчиликлар
<i>Оптимал портфел назарияси</i>	<ul style="list-style-type: none"> – «Валютанинг даромадлиги» тушунчасини аниқлашнинг қийинлиги; – Қисқа муддатли даврий ораликларда натижаларнинг зид келиши; – Вақт омилининг ҳисобга олинмаслиги; – Ҳисоб-китобларни амалда қўллаш чекланганлиги.
<i>Опцион нархларининг шаклланиши</i>	<ul style="list-style-type: none"> – Активларни харид ва сотишда баҳони шаклланишига нисбатан алоҳида ёндашувни талаб этади; – Қисқа муддатли даврий ораликларда рискларни баҳолашнинг ноаниқлиги; – Рискни баҳоланган миқдорининг амалда қўллаш қийинлиги.
<i>VaR</i>	<ul style="list-style-type: none"> – Валюта курси ҳаракатининг йўналишини ҳисобга олмайди; – Кутилаётган зарарларга тенг равишда олинмаган даромадни ҳисобга олмайди; – Инвесторга ноаниқ ва тўлиқ бўлмаган маълумотларни беради; – Қўшимча портфел ости хусусиятларни ҳисобга олмайди.

буйруқларни ўрнатишни енгиллаштириш мумкин. Аммо мазкур усул техник таҳлил тамойилларига

мослаштирилиши керак. VaR усулида кунлик савдоларни самарли амалга оширилиш учун бозорда тренд тушунчасини киритиш керак.

7.6. Валюта рискени баҳолаш ва дилингни оптималлаштиришнинг услубий асоси

Валюта рискени баҳолаш ва дилингни оптималлаштиришнинг асосий мақсади халқаро валюта бозоридаги дилинг операцияларида рискларни баҳолаш ва бошқариш имконини берувчи усул ишлаб чиқишдан иборат. Ушбу мақсадга мувофиқ, юқорида молиявий рискларни баҳолашда қўлланалидан турли хил усуллар кўриб чиқилди ва валюта бозорида қўллаш имкониятлари таҳлил қилинди. Рискларни қисқартириш уни авваламбор рискени баҳолаш ва уни юзага келтирувчи омилларни кўриб чиқиш зарур. Рискларни бошқариш бўйича усулни ишлаб чиқишда юқоридаги усуллардан фойдаланиб, трейдернинг кунлик операцияларидаги рискларини баҳолаш, унинг умумий миқдорига таъсир этувчи омилларни таҳлил қиламиз.

Валюта риски миқдорини қуйидагилар белгилайди:

- Нархларнинг келгусида ўзгариши;
- Позиция очилиш вақти;
- «стоп» ва «лимит» буйруқлари даражаси;
- Жорий тебраниш;
- Позицияни ушлаш муддати;
- Очик лотлар миқдори;

– Очик позициялар сони.

Риск омиллари камайиб боришига кўра тартиб-лаштирилди. Позициялар сони рискка қуйидагича таъсир этади: (бир нечта валюталар бўйича) бир нечта очик позицияларда умумий риск ҳар бир алоҳида позиция бўйича рисклар миқдорининг йиғиндисидан иборат бўлади. Очик лотлар миқдорининг ортиши билан риск ортиб боради. Ўз навбатида фунт стерлинг бўйича иккита очик лот битта очик лотга кўра икки борабар кўп рискга эга бўлади.

Тебраниш тушунчаси актив нархини ўзгаришини англатиб, у қанчалик юқори бўлса қўйилган капиталнинг риск даражаси шунча юқори бўлади. Бу шароитда валютанинг тебранувчанлигини аниқлаш муҳим ҳисобланади.

Одатда тебраниш кўрилаётган валюта курси дисперсиясидан илдиз олиш орқали аниқланади. Масалан опцион нархнинг шаклланиши бўйича Блэк-Склоуз формуласига мувофиқ тебранувчанлик қуйидаги формула орқали аниқланади:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}{n}} \quad (18)$$

Тебранишни бу усулда ҳисоблаш ўз камчиликларига эга. Биринчидан, бу усул валюта курси йўналтирилган ҳаракатини ҳисобга олмайди. Тебранишни ҳисоблашнинг мазкур усули курсни абсолют кийматини

олиб, уни ортиб боришини ҳисобга олмайди. Иккинчидан курснинг ўртача миқдори қандай давр учун ҳисобланаётганини аниқ эмас. Бу усул курсининг ўртача миқдори билан математик кутилиши ўртасида қанча фарқ борлигини кўрсатади. Валюта бозоридаги курсни доимий тебраниш шароитида бундай усул ягона ва мукамал ҳисобланмайди.

Бунинг учун валюта курсининг нисбий ўзгаришини ҳисобга оладиган усул аниқроқ натижа бериши мумкин. Иқтисодий адабиётларда бу тарихий тебраниш деб номланади³³. Бунда валюта курсини якин кунлардаги ўзгариши асосида йиллик тебраниш даражаси аниқланади. Ушбу усулда бугунги кундаги ёпилиш нархини аввалги кундаги нархга нисбати ҳисобланиб, унинг логарифми олинади.

Бир нечта ёпилиш нархлари бўйича юқоридаги жараён амалга оширилганида логорифмларнинг катор қийматини олиб, уларнинг ўрта квадратик четланиши аниқланади. Одатда сўнги 10-20 савдо кунлари олинади. Тебранишнинг йиллик кўрсаткичига айлантириш учун ўртача квадратик қиймат 252 ни (252-ўртача бир йилдаги савдо кунлари) илдиз остидан олдинган қийматга кўпайтирилади. Шу тарзда тарихий тебранишнинг фоиздаги кўриниши ҳосил бўлади. Тебранишни ҳисоблашнинг аввалги усулида олинган қиймат абсолют қиймат бўлиб, валюта курсларини ўзгариш бирликларида акс этади.

³³ Винс. Р. Математика управления капиталом. / Пер. с англ. – М.: Алпина Паблишер, 2001. – 408 с.

Шунингдек, ушбу усул ҳам валюта бозоридаги тебранишларни баҳолаш учун якуний ва етарли усул ҳисобланмайди. Валюта трейдери учун нафақат сўнги йилдаги тарихий тебраниш, балки жорий тебраниш, бир кун аввалги тебраниш, яъни умуман олганда тебранишнинг динамикаси муҳим аҳамиятга эга.

Валюта дилери учун муҳим бўлган яни бир жиҳат, нарх графигининг барқарорлиги ҳисобланади. Бунда нарх ўз йўналишида қанчалик барқарорлиги назарда тутилади. Бу эса нархни кескин бурилишини нарх ҳаракатининг бир бирлиги (масалан, 100 пунктга) ёки вақт бирлигига нисбати билан аниқланади. Яна бир усул бўлиб, фрактал усул ҳисобланади.

Тўғри чизик бир ўлчамли кўринишга эга. Бу икки кенглик ёки уч ўлчамли фазо эмас. Аммо ушбу чизик қанчалик синик кўринишга эга бўлса, у шунчалик кенгликка яқинлашиб боради ва унинг ўлчамлари 1 дан 2 гача кўтарилиш мумкин. Худи шундай ҳолатни қоғоз парачасини бутунлигича ғижимланганида кузатиш мумкин. Бу қоғоз ўлчами энди икки ўлчамли эмас, аммо у уч ўлчамли ҳам эмас. Унинг ўлчамлари 2 ва 3 ўртасида ётади. Фикримизча, айнан бундай ёндашув макбул бўлиб, унинг асосида нарх графигининг ўлчамлари рискни баҳоловчи кўрсаткичлардан бири ҳисобланади. Ўлчам қанчали юқори бўлиб борса, очик позицияга эга бозор иштирокчиси rischi ҳам шунчалик юқори бўлиб боради.

Ўлчамни ҳисоблаш формуласи нарх ҳаракатини қопловчи доиралар радиуси ва доиралар сонидан

мборат бўлиб, куйидагича кўринишга эга бўлади:

$$D = \frac{\log N}{\log \left(\frac{1}{2/r} \right)} \quad (19)$$

Бунда, D – фрактал ўлчам,

N – валюта курси синик чизигини қоплаш учун зарур бўлган доирлар сони,

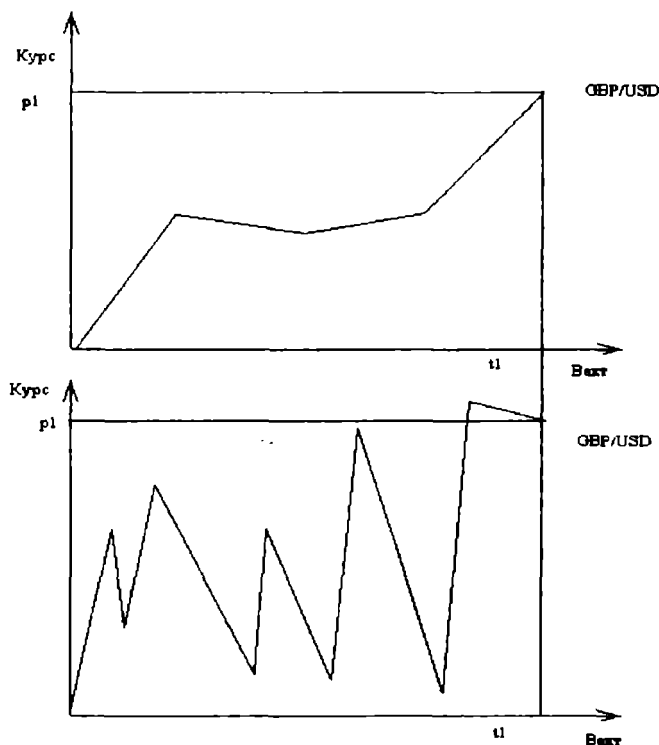
r – доира радиуси.

Ушбу усулни изохлаш учун куйидаги мисолларни келтираемиз.

Фараз қилайлик, маълум валюта курси (масалан фунт стерлинг) икки йўналишдаги ходисалар давомийлигига эга бўлсин (24-расм).

Биринчи ҳолатда (куйидаги расм) курс нисбатан барқарор ўсишга эга бўлиб, p_1 даражага t_1 вақтда етган. Иккинчи ҳолатда (пастдаги расм) p_1 даражага етгунга қадар кучли тебранишларга эга бўлган. Бу ҳолда тебраниш даражаси биринчи ҳолатдаги қараганда бир неча баробар кўпни ташкил этади. Биринчи ва иккинчи ҳолатлардаги синик чизикнинг фрактал ўлчамларини аниқлаймиз. Биринчи ҳолатда бошланғич ва сўнги нукталарни туташтирувчи синик чизикнинг узунлиги тўғри чизикка қараганда узунроқ бўлса, иккинчи ҳолатда синик чизик $(0;0)$ ва $(t_1;p_1)$ ўртасидаги масофадан қарийб уч борабар узунроқдир.

Фрактал ўлчамнинг кўриниши



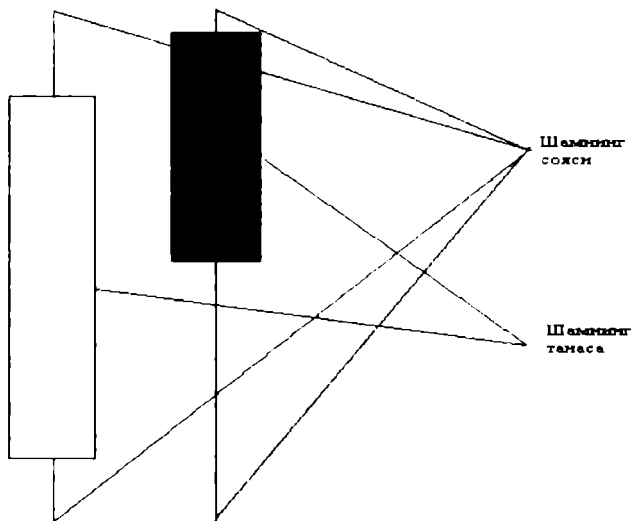
24-расм

Шундай қилиб, биринчи вариантдаги фрактал ўлчамлар 1,04, иккинчисидан эса 1,49 ташкил этади. Шу тарзда мазкур усул тебранишни миқдорий кўринишда ҳосил қилиш имконини беради. Аммо унинг камчилиги бўлиб, амалда қўлланилиши

қийинлиги ҳисобланади. Валюта бозорида ҳар бир сония кадрли бўлган дилер учун 20-30 минут вақтни сафарлаш мақсадга мувофиқ эмас.

Тебранишни баҳолаш учун яна бир усулдан фойдаланиш мумкин. Бу усул нарх ахборотларининг «япон шамлари» кўринишдаги график усулидир (25-расм). Нарх тўғрисида ахборат берувчи ушбу усул энг кенг тарқалган ва чуқур маълумотларга эга усул ҳисобланади. Ушбу усулнинг моҳияти қуйидагича акс

Япон шамлари



25-расм

этади: курснинг маълум вақт оралиғидаги ҳаракати тўртта асосий нукталар билан белгиланади – вақт оралиғидаги энг юқори нукта (high), вақт оралиғидаги энг паст нукта (low), очилиш нархи (open) ва ёпилиш нархи (close). Айнан шу нукталар шамнинг асосини ташкил этади. Очилиш ва ёпилиш нуктаси ўртасидаги масофа шам танасини англатади, курснинг энг юқори ва паст нукталари эса шамнинг сояси деб номланади.

Шам юқориланадиган бўлса, яъни очилиши нархи ёпилиш нархидан паст бўлса, шамнинг танаси оқ рангда бўлади, ва аксинча шам пастланадиган бўлса, очилиш нархи ёпилиш нархидан юқори бўлади ва шам танаси қора рангда бўлади.

Тебраниш кўрсаткичи сифатида соя узунлигига асосланган кўрсаткични олиш мумкин. Соя қанчалик қанчалик узун бўлса, бозордаги тебраниш шунчалик узун бўлади ва битимда зарар кўриш rischi юқори бўлади.

Кўрсаткич қаср кўринишига эга бўлиб, суръатида «соя»да жойлашган барча пунктлар йиғиндиси акс этади, қасрнинг маҳражида эса энг юқори ва энг пастки нуктадаги барча пунктлар йиғиндиси кўрсатилади. Шу тарзда кўрсаткич 0 дан 1 гача қийматга эга бўлади. Ушбу кўрсаткич бозордаги савдони умумий даври учун ҳамда нисбатан қисқа давр учун ҳисобланиши мумкин. Япон шамларида тебраниш формуласи қуйидагича акс этади:

$$V_c = \frac{\sum_{i=1}^n (HP_i - \max\{OP_i, CP_i\}) + \sum_{i=1}^n (\min\{OP_i, CP_i\} - LP_i)}{\sum_{i=1}^n (HP_i - LP_i)} \quad (20)$$

Бунда, HP_i – i шамнинг энг юкори нархи;

LP_i – i шамнинг паст нархи;

OP_i – i шамнинг очилиш нархи;

CP_i – i шамнинг ёпилиш нархи;

n – таҳлил қилинаётган шамлар сони.

Энди тебранишни ҳисоблаш бўйича юкоридаги усулларни ҳақиқий бозорда қўллаймиз. Бунинг учун 01.06.08 дан 29.06.08 гача бўлган даврлардаги евро-доллар жуфтлиги бўйича кўрсаткичларни олиб, натижаларни 19-жадвалга жойлаштирамиз.

Биринчи усул олинган давр бўйича курснинг ўртача квадратик четланишини беради ва 1,1 АҚШ центини ташкил этади. Иккинчи усул қисқа муддатга асосланган ҳолда йиллик тебранишни ҳисоблайди. Натижа фоизларда акс этади. Бизнинг мисолимизда ушбу кўрсаткич 0,0299% ташкил этди.

20-жадвал

Турли усулларда ҳисобланган тебраниш миқдори

Тебранишни ҳисоблаш усуллари	Натижалар
Оддий тебраниш	0,0112611
Йиллик тебраниш	0,000299
Кескин бурилишлар тебраниши	0,36
Фрактал тебраниш	1,036287
Шамлардаги тебраниш	0,424348

Кескин бурилишлар тебраниши – муаллиф томонидан ишлаб чиқилган усул бўлиб, у олинган давр оралиғида юз берган кескин бурилишларни бир бирлик вақт оралиғига тўғри келишини кўрсатади. Кескин бурилиш деганда, аввалги шамга тескари бўлган шамнинг шаклланиши тушунилади. Яъни ўсаётган шамдан сўнг тушаётган шам шаклланса, бу кескин бурилиш ҳисобланади, ундан кейин яна ўсаётган шам шаклланса бу ҳам бурилиш деб аталди. Шундай қилиб, бу ерда кескин бурилиш тебраниши 1 га тенг бўлади, чунки бурилишлар сони кўриляётган вақт бирликларига тенг. Юқоридаги мисолда эса ушбу кўрсаткич 0,36 ни ташкил этган бўлиб, бу жуда паст. Бу ҳолат шу даврда евро-доллар жуфтлиги анча барқарор ва кўпроқ бир томонлама ўсиш тенденциясига эга бўланига асосланади.

Фрактал тебраниш амалда қўлланилиши жуда мушкул бўлсада, ҳисоб-китоблар натижаси аниқлиги билан ажралиб туради. Олинган 1,03 натижа график чизиқнинг унча кўп бўлмаган синиқликларидан иборат бўлганини кўрсатади ва эгри чизиқ тўғри чизиққа яқинлигида акс этади.

Ва ниҳоят, шамлардаги тебраниш 0,42 натижани берди. Бу ўртача меъёр бўлиб, бу ҳам бозор ушбу даврда нисбатан барқарор бўлганини кўрсатади.

Рискни баҳолаш усулини ишлаб чиқишимизда, ушбу кўрсаткичлар муҳим асос бўлиб хизмат қилади ва бунда биз кескин бурилишлар тебраниши ва шам-

лар тебранишини интеграл кўрсаткичга уларни оддий кўшиш орқали ҳисобланади. Бу кўринишда тебраниш риск индикатори сифатида рискни ҳисоблаш ва уни бошқаришнинг асосий усулига киритилади.

Рискни баҳолаш ва дилинг операциясини оптималлаштириш алгоритми қуйидагича ташкил этилади.

Биринчи навбатда бозор таҳлили амалга оширилади, бунда тренд таҳлили, позицияни очиш ва уни ушлашнинг вақт оралиғига боғлиқ бўлган тебранишлар таҳлили (дисперсия), шунингдек, валюта курси ҳаракатининг нобарқарорлиғига боғлиқ бўлган жами тебранишни ҳисобланади. Юқори тебранувчанлик ҳолатида (кескин тебранишлар ва шамлар тебранишининг йиғиндиси 1,2 ортиқ бўлганда) позицияни очиш тавсия этилмайди. Бу ҳолатда «stop» буйруғи билан позициянинг ёпилиш rischi ортади.

Иккинчи босқичда прогноз тузилади. Бу босқичда тренд ажратиб олинади ва режалаштирилаётган вақт оралиғида курс миқдорининг ўзгариши математик кутилиш ёрдамида ҳисобланади. Шу тарзда эҳтимолликнинг зичлиги эгри чизиғини энг юқори нуқтаси аниқланади. Сўнг тўғри тақсимот эҳтимоллиги зичлигининг эгри чизиғи тузилади.

Учинчи босқичда – оптималлаштириш масаласи ечилади. Воқелик ривожланишининг ҳар бир даражаси учун прогнозга таянган ҳолда ходиса юзага келиш эҳтимоллиги ҳисобланади ва зарар ҳамда фойда миқдори аниқ белгиланади. Натижалар асосида «stop loss» ва «take profit» буйруқлари ижро

этиладиган кийматлар фойдалилик кўрсаткичи ва зарар кўриш rischi ўртасидаги фарк максималлаштириш шarti билан аникланади.

Тўртинчи босқичда позиция «stop loss» ва «take profit» буйруқларини белгилаш орқали очилади.

Бешинчи босқичда бозор ва тренд кузатиб борилади. Бу босқичда уч хил йўналишда воқеаларнинг содир бўлиши кутилади: позициянинг «stop loss» ва «take profit» буйруқлари ўртасида ёпилиши; позицияни «stop loss» буйруғи билан ёпилиши; позицияни «take profit» буйруғи билан ёпилиши.

Биринчи вариант одатда дилер ўз прогнозига ишонмаганида ижро этилади. Бундай ҳолат трендни кўтарилаётган ҳолатдан секинлик билан тесқари йўналишга ҳаракат қилганидаги консолидацияда юз беради. Тренд қаршилик даражасини ёриб ўтишга интилаётган бўлиб, прогноз кўрсаткичлар томонга ҳаракатланиш секинлашганда позицияни ёпиш мақсадга мувофиқ. Позицияни ёпилишида у ҳар доим ҳам зарар билан яқунланмаслиги ҳам мумкин. Оз бўлсада дарома олиш имкони мавжуд бўлади.

Иккинчи вариант бўйича позициянинг ёпилиши валюта курсини прогноз йўналишига қарши кескин тебранишида содир бўлади. Бу одатда сиёсий, иқтисодий янгиликлар пайдо бўлганида, бозорда кучли спекулятив операциялар бажарилганида ёки марказий банкларни интервенцияларида кузатилади. Мазкур ҳолатда позиция зарар билан ёпилади.

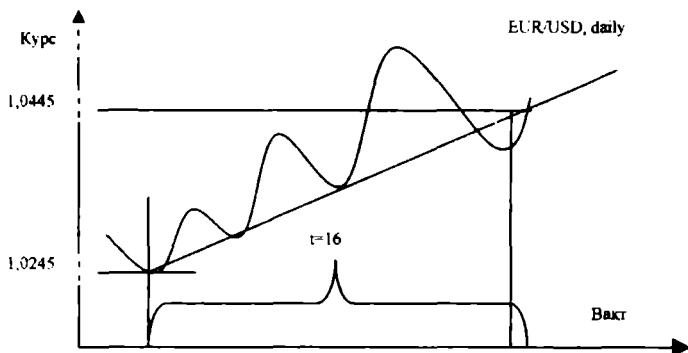
Ва ниҳоят учинчи вариант башоратнинг ижро этилишида содир бўлади ва позиция фойда билан ёпилади.

Валюта рискинни баҳолаш ва дилингни оптималлаштириш усулида валюта курсини ҳаракатини кузатиш икки асосий элемент ёрдамида бажарилади: тренд ва дисперсия. Тренд ҳаракат йўналишини белгиласа, дисперсия эҳтимолликнинг маълум зичлигига мос тарзда курс ҳаракатини акс этади. Келгусида воқеликни ривожланиш моделини тузиш учун ренд таркиби ва дисперсия кўрсаткичи учун эҳтимолик зичлигини таҳлил қилиш зарур.

Тренднинг таркибий кўрсаткичларини ҳисоблаш учун валюта курси ҳаракати графиги асосида тушаётган тренд учун қўлловчи чизик ва тушаётган тренд учун қаршилик чизиги тузилади. Қўлловчи ёки қаршилик чизиги ҳосил қилган бурчак тангенс аниқланади. Бу трендни тасвирлайди. Келгуси валюта курси қийматининг математик кутилишини ҳисоблаш учун қўлловчи ёки қаршилик чизигининг бурчак тангенсини позиция очилиши кутилаётган вақтга кўпайтирилади ва жорий валюта курсига қўшилади.

26-расмда евро-доллар курси учун тренднинг таркибий кўрсаткичлари тасвирланган. Расмда валюта курси 16 кунда 200 пунктга кўтарилгани акс эттирилган. Техник таҳлил тамойилларига асосланган ҳолда тренд ўз йўналишини давом этишини ҳисобга оладиган бўлсак, N савдо кунларидан

Тренд таркибий кўрсаткичлари



26-расм

сўнг валюта курси қиймати M пунктка ўзгартиради. Буни қуйидаги формула орқали ақс этиш мумкин:

$$M = \frac{200}{16} \times N \quad (21)$$

Бу ерда $M - N$ кунлардан сўнг ҳосил бўладиган пунктлар сони

N – савдо кунлари сони.

Мазкур мисолда дилер 5 савдо кунига позиция очадиган бўлса, у курс тахминан $1,0445 + 62 = 1,0507$ да бўлишини кутади. Шу асосда дилер курснинг келгусидаги қийматини математик кутилишидан келиб чиқиб, тренд башорат қилади.

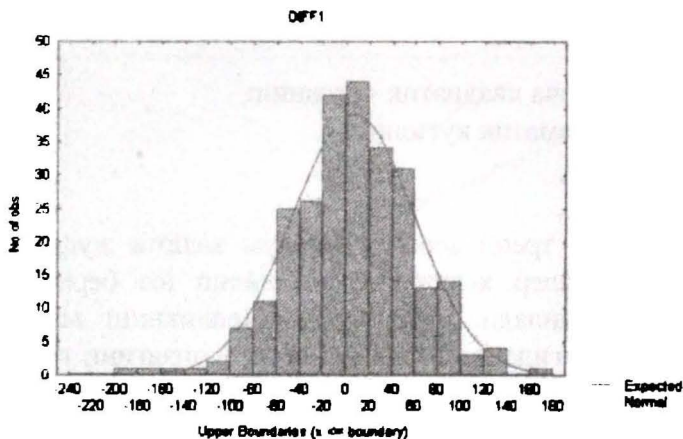
Кейинги таркибий кўрсаткич бўлиб, дисперсия ҳисобланади. Бу учун рискни баҳолашнинг умумий тамойилини тавсифлаш зарур. Тренд ҳаракати асосида дилер валюта курси учун маълум режалаштириладиган вақт оралиғида эҳтимолликни тақсимланиш кўрсаткичларини ҳисоблайди.

Техник таҳлил доирасида бажарилган тақдирот натижалари келгусидаги курснинг башорат даврини яқинлигига кўра жорий курсга боғлиқлиги ортиб боришини кўрсатди. Яъни башорат даври қанчалик қисқа бўладиган бўлса, олинган қиймат жорий курсга шунчалик яқин бўлади. Масалан бир соатда валюта курси кўпи билан 50-70 пунктга ўзгариши мумкин, кун давомида эса унинг ўзгариши 150-200 пунктга етиши мумкин. Бундан келиб чиқадиган бўлсак, интеграциялашган қаторлар дисперсияси интеграциялаш қаторларига қараб ортиб боради.

Буни амалий ҳолатда кўриш учун EUR/USD курсини таҳлил қиламиз. Бунинг учун бир кунлик график таҳлил этилади ва фарқланиш қаторларини тузилади. Биринчидан ўнинчи тартибгача бўлган фарқланишлар қатори тузилди ва натижалар 27-расмда акс эттирилди. Абсисс ўқида кўрсатилган қийматлар курснинг пунктлардаги ўзгаришини акс этади. Кўриб турганимиздек, кун давомида валюта курси 180-200 пунктгача ўзгариши мумкин.

27-расмда келтирилган биринчи тартибли фарқланишлар қатори гистограммаси кўрсатилган. Бу гистограммада фарқлар энг четки қийматларда кўринади.

EUR/USD курсининг биринчи тартибли фарқланиш қаторлари гистограммаси



27-расм

Қизил эгри чизиқ нормал тақсимланишни акс эттиради. Расмдан бу икки тақсимланиш ухшашлигини кўриш мумкин.

Бундан ташқари квантил-графиклар ҳам худди шу ҳолатда акс этган (27-расм). Деярли барча кузатувлар нормал тақсимланиш чизиғида жойлашган. Вақт оралиғининг ортиши билан тақсимланиш кўлами кенгайишини кўриш мумкин, лекин бунда тақсимланиш шакли ўзгармаган.

Бу моделни келажакда зичлик эгри чизиғини нормал тақсимланиш функцияси асосида тузиш ўринли эканлигини кўрсатади. Функция қуйидагича бўлади:

$$f(x) = \frac{1}{\sigma(2\pi)^{0.5}} \times e^{-0.5 \times \left[\frac{x-\mu}{\sigma} \right]^2} \quad (22)$$

Бу ерда x – эҳтимолий катталиқ, яъни валюта курси,

σ - ўртача квадратик четланиш,

μ - математик кутилиш,

π - 3,14,

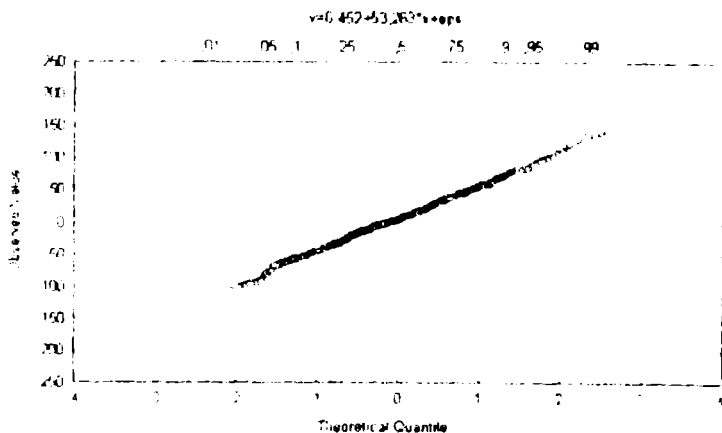
e - 2,71.

Жорий тренд асосида маълум валюта жуфтлиги бўйича дилер келажакда воқелиқни юз беришини башорат қилади. Башорат эҳтимоллиқнинг маълум вақт оралиғидаги тақсимланиш эгри чизигини тузишда акс этади. Эҳтимоллиқнинг тақсимланиш эгри чизиги аввал курснинг ўзгариши тўғрисидаги маълумотлар таҳлилидан олинган дисперсияга эга. Дилер бир ҳафтага позиция очадиган бўлса, тақсимланиш дисперсияси еттинчи тартибли интеграл қаторлари дисперсиясига мос келади.

Зарар кўриш rischi хусусида савол юзага келади. 29-расмда зичлиқнинг тақсимланиш эгри чизиги келтирилган бўлиб, евро-доллар курсини келажакда ўзгаришига асосланган.

Дилер тренд ва EUR/USD курсининг тебраниши асосида позиция ушлаб туриладиган вақт оралиғига зичлиқ тақсимланишининг эгри чизигини тузади. Курснинг жорий курси 1,3050 ни ташкил этган. Расмда тушаётган тренд акс этган ва курснинг 2 кундан сўнги математик кутилишининг қиймати 1,3037 ни ташкил этган (13 пункт). Ушбу қиймат дилернинг

EUR/USD курсининг биринчи тартибли фарқланиш қаторлари квантиль-графи

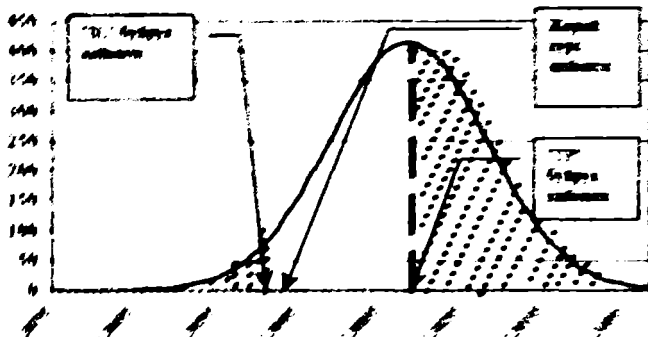


28-расм

бозорда сезиларли таъсир эга бўлган тренд омилига асосланган башорати ҳисобланади. Аммо 2 мобайнида курс 1,2995 гача тушиб 1,3045 гача қайтиши мумкин. Ҳар иккала ҳолат ҳам чегаравий бўлиб, зичлик эгри чизигининг давомига тўғри келади.

Ўз тажрибасидан келиб чиқиб, дилер брокерга очик позиция бўйича буйруқларни белгилайди: «stop loss» буйруғини 1,3060 қийматида ва «take profit» буйруғини 1,3020 қийматида. Бу курс «stop loss» қийматигача тушганда зарарларни камайтириш учун позиция энг минимал зарар билан ёпилиши ҳамда курс башорат йўналишида «take

**Распределение по оптимальности
государственной ассигновки финансирования
учебной стипендии**



29-расм

profit» кийматига етганида позиция максимал фойда билан ёпилишини англатади. Позициянинг зарар билан ёпилиш эҳтимоли $f(x)$ эгри чизиғини $(-x; 1,3060]$ оралик остидаги майдонга тенг бўлади ва қуйидаги формула бўйича аникланади:

$$P_1 = \int_{-\infty}^{1,3060} f(x) dx \quad (23)$$

Бунда P_1 – позицияни зарар билан ёпилиши эҳтимоли;

$f(x)$ – эҳтимоллик зичлигининг функцияси;

x – валюта курси қиймати.

Позицияни фойда билан ёпилиш эҳтимоли эса эгри чизикни $[1,3020; +\infty)$ оралиқдаги қиймати остидаги майдонга тенг ва қуйидагича акс этади:

$$P_i = \int_{1,3020}^{+\infty} f(x) dx \quad (24)$$

Бунда P_i – позицияни зарар билан ёпилиши эҳтимоли;

$f(x)$ – эҳтимоллик зичлигининг функцияси;

x – валюта курси қиймати.

Шу асосда эҳтимоллик зиччилигининг тақсимланишини башорат қилиш ёрдамида валюта бозоридаги конъюктурани келажакда қандай ривожланиши миқдорий ҳисоблаш мумкин. Тақсимланиш зиччилиги эгри чизигига курсларни тебраниши (ўртача квадратик четланиш), мавжуд тренд (оғишиш, тренд кучи), вақт оралиғи (даврнинг узайиши билан зичлик сийраклашиб боради). Рисклилик даражасининг кўрсаткичи бўлиб, тебранишнинг жами кўрсаткичи ҳисобланади. Ушбу кўрсаткич қанчалик юқори бўлса, бозор нобарқарор, юқори тебранишларга эга ва очилган позиция зарар билан яқунланишини аңглатади.

Юқоридагилардан келиб чиқиб, зарарларни акс этувчи риск кўрсаткичини ҳисоблаш мумкин. У зарарлар миқдори ва уларни юзага келиш эҳтимоллигига боғлиқ бўлади. Шунингдек, оптималлаштириш масаласини тузиш учун даромадлилик кўрсаткичини киритамиз. Бу кўрсаткич зарар кўриш рискига

ўхшаш бўлиб, позициядан кутилаётган даромад миқдорини белгилайди. Ҳар иккала кўрсаткични ҳисоблаш учун формула бир хил кўринишга эга бўлиб, қуйидагича акс этади

$$R_L = L \times P_l = (OP - SL) \times CS \times \int_{-x}^{SL} f(x) dx \quad (25)$$

$$R_r = Y \times P_r = (LO - OP) \times CS \times \int_{LO}^{-x} f(x) dx \quad (26)$$

Бу ерда, R_Y , R_L – мос равишда позициядан кўриладиган даромад ва зарарлар rischi;

Y , L – мос равишда даромад ва зарар миқдори;

P_Y , P_L – мос равишда даромад олиш ва зарар кўриш эҳтимолликлари;

LO – даромадни олиш буйруғи ижро этиладиган курс қиймати;

OP – позициянинг очилишидаги курс қиймати;

SL – зарарларни чеклаш буйруғи ижро этиладиган курс қиймати.

Ушбу формула ёрдамида позицияни очишдан кутиладиган фойда ва зарарлар миқдорини ҳисоблаш мумкин. Оптималлаштириш масаласини тузиш ва уни ишлаш орқали «stop loss» ва «take profit» буйруқлари қийматини қўйиш мумкин. Бунинг учун курс тебраниши зичлилиги эгри чизиги тенгламасини тузилади ва чекловлар белгиланади. Чекловлар сифатида кутилаётган фойда ва йўл қўйиладиган зарар миқдори белгиланади. Одатда дилинг операцияларида уларнинг 2:1 дан 3:1 гача нисбатда бўлиши тавсия этилади. Ушбу чекловларни моделга киритамиз:

$$2 \leq \frac{LO - OP}{OP - SL} \leq 3 \quad (27)$$

Мақсадли функция риск ва даромад кўрсаткичларига боғлиқ бўлиб, умумий даромад кўрсаткичини акс этади ва қуйидагича акс этади.

$$\left[(LO - OP) \times CS \times \int_{LO}^{\infty} \frac{1}{\sigma(2\pi)^{0.5}} \times e^{-0.5 \left[\frac{x - e}{\sigma} \right]^2} \right] - \left[(OP - SL) \times CS \times \int_{-\infty}^e \frac{1}{\sigma(2\pi)^{0.5}} \times e^{-0.5 \left[\frac{x - e}{\sigma} \right]^2} \right] \rightarrow \max \quad (28)$$

(28)-формула даромад ва зарар кўрсаткичлари ўртасидаги фарқ максималлаштириш зарурлигини кўрсатади ва позиция оптималлагини таъминланади.

Ушбу оптималлаштириш масаласини ишлаш натижасида «stop loss» ва «take profit» буйруқлари белгиланади. Улар «stop loss» буйруғи энг кам эҳтимоллик билан ва «take profit» буйруғини ижро этилиш эҳтимоллиги энг юқори бўлиши шарти билан аниқланади. Оптималлаштириш масаласи зарар ва даромадлар миқдорини белгилабгина қолмай балки уларнинг эҳтимоллигини ҳам аниқлаб беради. Мазкур усул VaR усулига ўхшаш бўлиб, валюта ва фонд бозорларида қўлланилиши мумкин.

Асосий атамалар

Бреттон-Вудс

1944 йилда Бреттон-Вудс – конференциясида 45 давлат Халқаро валюта фонди, Жаҳон банки ва ягона валюта тизимини барпо этиш тўғрисида битим туздилар. Унда доллар етакчи ролни ўйнай бошлади. Валюта паритетлари олтинда ёки долларда акс этди. Долларга муттасил тазйик оқибатида 1973 йилда тизим емирилди.

Девизлар (хорижий валюта)

Банкларнинг хорижда жойлаштирилган хорижий валютадаги активлари, шунингдек чет элда тўланиши лозим бўлган хорижий валютадаги чеклар ва векселлар.

Девизлар – нақдсиз пуллардир.

Европа валюта тизими

1979 йилда асос солинган. Унинг бош мақсадлари – Европа Иттифоқига аъзо мамлакатларнинг иқтисодий ҳамкорлигини кучайтириш ва уларни учинчи мамлакатларнинг беқарорлаштирувчи таъсиридан муҳофаза этиш. Валюталарнинг тебраниш чегараси + 2,25% даражасида белгиланди, 1993 йилда улар 15% гача кенгайтирилди.

Европа тўлов иттифоқи

1950 йилда, 16 мамлакат томонидан Европа валюталарининг эркин конвертацияланиши учун кўптомонлама тўловлар ва асослар тизими яратиш мақсадида ташкил қилинган.

Европа валюта келишуви

1958 йилда имзоланган. Иштирокчи мамлакатлар валюталари бир-бирига ва долларга айирбошланган. Курс тебранишлари чегараси + 0,75% даражасида ўрнатилди.

Евробозор

Савдо-сотиклар ўтказилган мамлакат валютасидан бошқа валюталарда акс этган депозитлар ва кредитлар билан савдо қилинадиган халқаро пул бозорлари ва капиталлар бозорлари учун умумий тушунча.

Хорижий валюта

Бошқа бир мамлакатда қонуний тўлов воситасини ифодаловчи валюта. Мазкур валютанинг келиб чиқиш мамлакатидан ташқарида яшовчи шахслар унинг эгалари ҳисобланади.

Интервенция

Миллий валюта курсини тартиблаштириш мақсадида марказий банклар томонидан хорижий валютанинг сотиб олиниши ёки сотилиши.

Халқаро валюта бозори

Чикагодаги Халқаро валюта бозори, Чикаго савдо биржасининг таркибий бўлинмаси. 1984 йилда бу ерда валюта опционлари билан савдо қилина бошланган.

ХВФ

Халқаро валюта фонди – Бирлашган Миллатлар Ташкилотининг махсус ташкилоти. 1944 йилда Бреттон-Вудс конференциясида асос солинган. Унинг асосий вазифалари бўлиб аъзо мамлакатларнинг валютавий ҳамкорлигини таъминлаш ва жаҳон

савдоси учун кулай шарт-шароитлар яратиш ҳисобланади.

Минимал захира (резерв)лар

Тижорат банклари Марказий банкда ушлаб туришлари шарт бўлган маблағлар. Минимал (энг кам) захиралар даражаси Марказий банк томонидан муайян депозит битимлар миқдоридоги қатъий фоиз улушида ўрнатилади. Одатда, минимал резервларга фоизлар қўйилмайди.

Нақд пуллар

Танга ёки банкнот шаклидаги пуллар.

Миллий (маҳаллий) валюта

Валюта, резидентлар унинг эгалари бўлиб ҳисобланадиган мамлакатдаги қонуний тўлов воситасини ифодалайди.

Смитсон битими

1971 йилда Бреттон – Вудс тизимига аъзо мамлакатлар Вашигтондаги Смитсон институтида ўз валюталарининг алмаштириш курслари ва тебраниш чегараларини белгилаб қўйдилар.

Форекс – клуб

Халқаро валюта савдосининг фаол иштирокчилари бўлган банклар томонидан профессионал стандартларни ва валюта бозоридаги муомала меъёрларини белгилаб қўйиш мақсадида асос солинган ташкилот.

Котировка валютаси – Савдо қилинаётган валютанинг стандарт бирлига нархини кўрсатади. *Яна қаранг: Савдо қилинадиган валюта.*

Валюта биржаси – Германиядаги Франкфурт фонд биржасининг бир қисми бўлиб хисобланади. Унда ҳар кун расмий маклер томонидан 17та валютанинг курси белгиланади. Котировка Франкфуртда ўтказилади, бошқа биржа майдонларида – Берлинда, Дрюссельдорф, Гамбург ва Мюнхенда - факатгина Франкфурт биржасига жўнатиладиган топширикномалар тўпланади.

Валюта позицияси – Курс хатарларидан таркиб топган, хорижий валютадаги очик позиция.

Валюта курси – Хорижий валютанинг муайян стандарт миқдори нархи, у бошқа валюталарнинг нисбий бирлигида белгиланади (ўрнатилади).

Валюталаштириш санаси – Битим шартларини ижро этиш учун белгиланадиган сана.

Тўлов санаси – Битим бўйича шерик ўша кунга қадар валютани ўтказиб бериши, яъни тўловни амалга ошириши лозим бўлган сана.

Узун позиция – Хорижий валютага нисбатан курс хатар (таваккал)ларидан иборат талаблар. *Яна қаранг: Қисқа позиция.*

Кунлик лимит – Савдо – сотик иштирокчисига кун давомида ўзига олишга рухсат этилган максимал валютавий ёки фониз хатари.

Позициянинг ёпилиши (қопланиш) – Очик валютавий ёки позициянинг карама – қарши битим йўли билан қопланиши.

Энг кам нархда сотиб олиш учун эълон – Муайян сумадаги валютани сотиш курси чекловларисиз энг кам бозор нархида сотиб олиш учун топширикнома. *Яна қаранг: Энг яхши нархда сотиш учун эълон.*

Энг яхши нархда сотиш учун эълон – Муайян сумадаги валютани сотиш курси чекловларисиз энг яхши бозор нархида сотиш учун топширикнома. *Яна қаранг: Энг кам нархда сотиб олиш учун эълон.*

Клиринг палатаси – Муддатли биржадаги, ҳар бир битим бўйича шерик сифатида чиқувчи ҳисобкитоб палатаси. Биржа савдоси иштирокчилари клиринг палатасига хеджир гаровларини киритадилар ва у ҳар куни уларнинг очик позицияларини қайта нархлайди.

Қисқа позиция – Валютавий ёки фоиз хатарларидан иборат бўлган, хорижий валютадаги мажбуриятлар. *Яна қаранг: Узун позиция*

Котировка – Сотиб олиш ва сотиш курсларининг котировкаси.

Кредит – Евробозордаги ўрта ва узоқ муддатли кредитлар. Улар бўйича, сузувчи фоиз ставкалари белгиланган давр учун қатъийлаштириб қўйилади.

Кросс-курс – Улар бўйича доллар на олди-сотди қилинмайдиган, на валюта котировкаси бўлиб ҳисобланмайдиган курслар.

Сотиб олиш курси – У бўйича олди-сотди қилинадиган валюта сотиб олинадиган курс. *Яна қаранг: Сотиш курси*

Сотиш курси – У бўйича олди-сотди қилинадиган валюта сотиладиган курс. *Яна қаранг: Сотиб олиш курси.*

Ярим маржали курс – Мижоз билан валюта битимини ҳисоб – китоб қилишда тўлиқ маржа эмас, балки ярми олинади. Агар одатдаги маржанинг чорак қисми ҳисобга олинса, бу ҳолда гап фақат чорак маржа курси ҳақида боради.

Спот курси – Спот битимини тузишда олди-сотди қилинаётган валютанинг муайян бирлиги қийматини ифодаловчи курс.

Лимитланган топшириқнома – (чекланган нархли эълон) – Битим амалга оширилиши мумкин бўлган топшириқли максимал ёки минимал курсда валютани сотиб олиш ёки сотиш учун топшириқнома.

Бузилган сана – форвард битимини валюталашнинг ностандарт муддати. Валюталаш муддати одатда бир ёки икки ҳафтани, шунингдек 1, 2, 3, 6 ва 12 ойни ташкил этади.

Маржа – Сотиб олиш ва сотиш курслари ўртасидаги фарқ. Мижозлик битимларида банклараро курслар ва мижозлар билан ҳисоб-китоб қилинадиган курслар ҳамда фоиз ставкалари ўртасидаги фарқни белгилаш учун қўлланади.

Валютанинг беқарорлиги – Валютанинг тебраниш имконияти. Валютанинг ички беқарорлигининг келгусидаги тебранишларини кутиш билан белгиланади. Опционнинг вақтинчалик қийматининг таркибий қисми бўлиб ҳисобланади.

Тескари (билвосита) котировка – хорижий валюта бирликларида ифодаланган миллий валюта бирлигининг нархи.

Тескари курс – Икки мамлакатда турлича ифодаланган валюта курси. Бир мамлакатда олди-сотди қилинадиган валюта бошқа мамлакатда котировка валютаси сифатида амал қилади.

Умумий позиция – Тўловларнинг турли муддатлари ҳисобга олинмайдиган соф валютавий ёки фойзли позиция.

Паритет – Дилер томонидан унинг котировкаси билан унга қўйилган курс мослигини белгилаш учун фойдаланилади.

Бевосита котировка – Миллий валюта бирликларида ифодаланган хорижий валюта бирлигининг нархи. *Яна қаранг: Тескари котировка.*

Пункт (пипс) – Валюта курсининг минимал ўзгариши (нарх қадами). Валютанинг икки курси: форвард курси ва спот – курс, сотиб олиш ва сотиш курслари ўртасидаги фарқни ўлчаш учун фойдаланилади.

Спот битими – Валюта битими, унга кўра тўловлар битим тўзилганидан кейинги иккинчи иш кунида амалга оширилади.

Спот-некст – Кейинги иш кунида тескари битим амалга ошириладиган қисқа муддатли своп ёки фойзли келишув.

Спрэд – Валютани котировкалашда сотиб олиш ва сотиш курси ўртасидаги фарқ.

Савдо (иш) куни – Фоиз ва валюта битимлари тўғрисидаги битим тўзиладиган кун.

Савдо қилинадиган валюта – Каррали, стандартли бирликлар билан савдо қилинадиган ва нархи бошқа валютанинг ўзгарувчи бирликларида ифодаланадиган валюта. *Яна қаранг : Котировка валютаси.*

Форвард битими – Вақтинчалик опционли битим тузилганидан кейинги икки иш кунидан каттароқ муддатда бир валютанинг бошқасига конвертацияланиши тўғрисидаги икки томоннинг келишуви.

Вақтинчалик опционли форвард битими – Вақтинчалик опционли форвард битими қатъий муддат ва опционли даврга эга. Опционли давр давомида харидор (ёки сотувчи) валютанинг бутун суммасини ёки унинг бир қисмини сотиб олиши (сотиши) мумкин. Кейинчалик, тўлов кунда, барча сумма тўлиқ талаб қилиб олинishi мумкин.

Қарама-қарши битим (хеджинг) – Аниқланган ёки эҳтимолдаги хатарни баробарлаштиради; хатар тўлиқ бартараф этилмайди.

Либор – «Лондон банклараро депозитлар бозорида таклиф (сотувчи)нинг ставкаси» тушунчасининг қисқартмаси, Лондоннинг етакчи банклари ҳар куни тенг даражадаги банклар учун ўз валютавий кредит ставкаларини маълум қиладилар. Бу ставкалар негизида ўртача арифметик ставка аниқланади. Уни Британия банклар уюшмаси чоп этади.

Хеджир хатари – Битим бўйича шерик ўз мамлакатидоғи сиёсий ходисалар ёки конунчиликдоғи чекловлар оқибатида тўлов мажбуриятларини бажара олмаслиғи хатари.

Спрэд – Валютани котировкаласда сотиш ва сотиб олиш курслари ўртасидағи фарк.

Лоро ҳисобварағи – А банкининг корреспондентлик ҳисобварағи бўлиб, Б банки уни ўз позициясидан юритади.

Ностро ҳисобварағи–А банкнинг корреспондентлик ҳисобварағи, Б банки уни А банкининг позициясидан юритади.

Ички қиймат – Опцион нарҳини (рағбатни) белгиловчи қиймат. Ички қиймат жорий форвард курси ва ижро нарҳи ўртасидағи фарқни ифодалайди.

Вақтинчалик қиймат-Валютанинг бекарорлиғи ва опционнинг ижросигача қолган муддат билан белгиланади. У опцион ижрочисига бўлган вақтнинг қисқариши билан камаяди.

Опционнинг «ўчирилиши» – Опцион сотувини белгиловчи атама.

Кафолотли маржа – Позицияни очишда кафолат сифатида опционлар биржасининг клиринг палатасига киритиши лозим бўлган сумма.

Дисконт – Форвард ва спот-курс ўртасидағи фарк. Бунда спот-курс форвард курсидан юқори. У ҳар икки валютанинг тегишли муддатдоғи фоиз ставкалари фарқи, унинг ҳисоб-китоб базасини ташкил этади. *Яна қаранг: Рағбат (муқофот)*

Ликвидлилик – Фойдаланишда бўлган нақд маблағлар ва тезда пул маблағларига айланадиган активлар.

Овернайт-позиция – Хорижий валютадаги позиция, у энг камида тун вақти давомида қопланмайди.

Опцион – Харидор муайян суммадаги валютани сотиб олиш ёки сотиш ҳуқуқини олади, сотувчи харидорнинг истагига кўра валютани етказиб бериши ёки сотиб олиши шарт.

«Кол» опциони – аввалдан келишилган нарҳда, муайян кунда ёки муайян муддатда муайян суммадаги валютани сотиб олиш ҳуқуқи. Яна қаранг: «Пут» опциони.

«Пут» опциони – келишилган нарҳда, ижро этиш кунда ёки муайян давр мобайнида муайян суммадаги валютани сотиш ҳуқуқи.

Опцион рағбат (мукофат)и – сотувчи томонидан опцион харидорига тўланган рағбат. Рағбат миқдори икки қийматдан ташкил топади: ички ва вақтинчалик.

Харидор (опционга) – Муайян муддат давомида кунда белгиланган курс бўйича белгиланган валюта суммасини сотувчидан сотиб олиш ёки унга сотиш.

Мувозанатланмаган бозорлар – Экспрементал (фавкулудда) курс тебранишли, ниҳоятда беқарор бозорлар: Масалан, валюта курсининг кучли ўсиши бу валютанинг сотув курсини деярли имконсиз қилиб қўяди. Бундай ҳолларда, одатда, марказий банклар ббзор механизмига аралашиб, курсларни

барқарорлаштириш ва уларнинг келгусидаги оқишени бартараф этиш учун валютани сотиб оладилар ва сотадилар.

Своп-битим – Ўша бир контрагентлар ўртасида, бир вақтнинг ўзида "спот» битими ва қарама-қарши форвард битимини тузиш.

Своп-ставка (ставка) – Спот ва форвард курслари ўртасидаги, пунктларда ифодаланган фоизлар фарқи. Фоизлар тузилмасига боғлиқ ҳолда дисконт ёки рағбатдан таркиб топади.

Стратегик позиция – муайян муддатда ёки тўлов кунда курсларнинг кутилмаган ўзгаришидан фойда олиш учун фойдаланиладиган очик форвард позиция.

Том-некст – Амалда эртага бошланадиган (кейинги иш кунда) ва индинга яқунланадиган қисқа муддатли своп-битим.

Аутрайт форвард курси – Битим тузилган кунда қайд этилади ва унинг ижро кунини учун ҳақиқий .

Ижро нархи («Страйк» нархи) – Опцион контрактидаги катъийлаштирилган (чекланган) валюта курси, унга кўра контракт харидори хорижий валютани сотиб олиши ёки сотиши мумкин.

Биржа очилиши нархи – Валюта биржасидаги номланган олди-сотдиларнинг бошланғич харид ва сотув нархлари. Бу нархлар ўртасидаги фарқ барча харид ва сотув топшириқномалари бажарилиши мумкин бўлган курс ўрнатилмагунча камаяверади.

Европача опцион – Фақатгина белгиланган санада ижро этилиши мумкин бўлган опцион тури.

Опцион хатар – Валюта курси ёки фоиз ставкаларининг ноқулай ўзгаришлари хатари. У шунингдек валюта хатари ёки фоиз хатари деб аталади.

Рағбат (мукофот) – Форвард ва спот курслари ўртасидаги фарқ. Бунда спот-курс форвард курсидан паст бўлади. Тегишли муддатдаги ҳар икки валюта фоиз ставкалари фарқи рағбатнинг ҳисоб-китоб базасини ташкил этади.

Молиявий фьючерс контракти – Валюта ёки молиявий воситалар олди-сотдисининг стандарт биржа контракти. Молиявий фьючерс контракти 0 олдиндан белгиланган курс бўйича, келишилган муддатда савдолашиладиган суммани етказиб бериш ёки қабул қилиш тўғрисидаги стандартлаштирилган қатъий келишув.

FRA хариди – Қарз олувчи битимни (ask) томондан, яъни банк томонидан FRA сотуви тарифидан қатъийлаштиради, шу тарзда фоиз ставкасининг эҳтимолдаги кўтарилишидан хеджирланди.

FRA сотуви – Кредитор (инвестор) битимни (Bid) томонидан, яъни FRA нинг банк томонидан сотиб олинishi нархи бўйича қатъийлаштиради ва бинобарин келгусида фоиз ставкалари пасайishi эҳтимолдан хеджирланди.

FRA контракти хариди – Фоиз ставкаларининг FRA даражасидан юкори кўтарилиши эҳтимолидан хеджирлайди ва қарз олувчи томонидан қўлланади.

FRA контракти хариди – Фоиз ставкаларининг FRA даражасидан пасайиши эҳтимолидан хеджирлайди ва инвестор (сармоядор) томонидан қўлланади.

Фоизли своп – Айни бир валютадаги фоиз тўловлари алмашинувини ўзида акс эттиради. Одатда бундай битимлар бир йилдан ортиқ муддатга амалга оширилади. Бундай свопларда асосий сумма алмашинуви ҳеч қачон кўзда тутилмайди. Фоизли свопларнинг кўпроқ тарқалган турида, катъий фоиз ставкалари бўйича тўловларнинг сузувчи ставка бўйича (худди LIBOR каби “reference rate” га асосланади) фоиз тўловларига айирбошланиши амалга оширилади – купонли своп.

Фоиз ставкаси кафолати – IRG – “Interest Rate Guarantee” ни одатда қарз олувчилар ёки кредиторлар опционидеб аташади. У ўзида FRA битимининг харидини ёки сотувини ифодалайди. IRG ни бажаришда томонлар ижро вақтидан бошлаб FRA , бўйича позиция (ҳолат)ларни эгаллайдилар.

FRA опциониде хариди – “Кол» қарз олувчи келгусида фоиз ставкаларининг ошишидан хеджирланади.

FRA опциониде сотуви – «Пут» сармоядор (инвестор) келгусида фоиз ставкаларининг пасайишидан хеджирланади.

СТРЭДЛ (Straddle) – Опциявий стратегия бўлиб, унда бир хил ижро нархига ва тугаш санасига эга бўлган бир «кол» опциониде ёки бир «пут» опциониде сотиб олинади (узун стрэдл, Long streddle) ёки сотилади (кисқа стрэдл, short streddle)

СТРЭГЛ (Strangle)- Опциявий стратегия бўлиб, унда ҳар хил ижро нархига, лекин бир тугаш санасига эга бўлган бир «кол» опцион ва бир «пут» опциони сотиб олинади (long strangle) ёки сотилади (Short strangle).

Оширилади (кўтарувчи) спрэд- (bull Spred) Опциявий стратегия, унда турли ижро нархларига эга бўлган (Strikes) икки «пут» опциони (Оширувчи «пут» спрэд) ёки икки «кол» опциони (оширувчи «кол» спрэд) сотиб олинади ёки сотилади.

Фьючерс контрагенти – Контрагентлар ўртасида келгусида металл етказиб бериш тўғрисида биржада тузиладиган келишув. биржада тузиладиган барча битимларнинг ижроси биржанинг ҳисоб-китоб палатаси томонидан қафолатланади.

МУНДАРИЖА

КИРИШ	5
I ҚИСМ. ВАЛЮТА БОЗОРЛАРИНИНГ УМУМИЙ ТАВСИФИ	10
1.1. Валюта бозорлари нима учун мавжуд?.....	10
1.2. Форекс бозори	11
1.3. Валюта бозори тарихи	17
1.4. Евродолларлар бозорининг ривожланиши	20
1.5. Евробозорлар ва FX-бозорлар	22
1.6. Европа валюта тизими.....	23
II ҚИСМ. БОЗОР ТРАНСФОРМАЦИЯСИ ЖАРАЁНИДА ВАЛЮТА РИСКЛАРИНИ БОШҚАРИШ МУАММОЛАРИ	25
2.1. Валюта бозорида дилинг операцияларининг моҳияти ва халқаро валюта бозорини ривожла- ниши	25
2.2. Ривожланаётган мамлакатларни эркин сузувчи валюта курси режимига ўтишида хеджирлаш амалиётининг ўрни	45
2.3. Валюта дилингидаги рискларнинг умумий тавсифи.....	66
2.4. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шароити- да халқаро валюта бозоридаги асосий ўзгаришлар таҳлили.....	85

III ҚИСМ. СПОТ БИТИМЛАР ВА СПОТ ОПЕРАЦИЯЛАРИГА ТАЪСИР ЭТУВЧИ ОМИЛЛАР	104
3.1. Спот – битимлар	104
3.2. Кросс – курслар	114
3.3.«Спот» операциясига таъсир этувчи омиллар...	117
3.3.1. Фундаментал омиллар таҳлили	119
3.3.2. Техник таҳлил	123
3.3.3. Кутилмаган қисқа муддатли омиллар	126

IV ҚИСМ. ФОРВАРД ОПЕРАЦИЯЛАРИ ТАСНИФИ	128
4.1. Валюта бозорида форвард операциялари	128
4.1.1. Форвард валюта контракти	128
4.2. Валюта бозорида форвард курсининг аниқ- ланиши	132
4.3. Валюта бозоридаги форвард битимлари турлари ва уларнинг ҳисобини юритиш	142
4.4. Валюта бозорида «своп» битимлари	147
4.4.1. Стандарт своплар курси	149
4.4.2. Қисқа своплар бўйича курслар (спотгача).....	151
4.5. Опцион йўлак яратиш йўли билан хеджир- лаш	161

V ҚИСМ. ПУЛ БОЗОРИ	164
5.1. Пул бозоридаги операциялар ва инструментлар- нинг умумий тавсифи.....	164
5.2. Пул бозорида форвард операциялари	175
5.3. FRA битимлари	175

5.4. FRA нархларини белгилаш.....	178
5.5. Фоиз ставкали «своп» операциялари.....	188
5.6. Фоиз ставкалари опционлари.....	192
5.7. Фоизли КЭП, фло ва коллар.....	198

VI ҚИСМ. ОЛТИН БОЗОРИДАГИ

ОПЕРАЦИЯЛАР 202

6.1. Спот (Spot) ва своп (Swap) турдаги операциялар	202
6.2. Депозит операциялари (deposit).....	207
6.3. Опционлар (options)	208
6.4. Фьючерслар (futures) савдосини ташкил этиш.....	220
6.5. Олтин бозорида форвард операциялари	225

VII ҚИСМ. ДИЛИНГДА ВАЛЮТА

РИСКЛАРНИ БАҲОЛАШ УСУЛЛАРИ

ТАҲЛИЛИ..... 228

7.1. Марковиц моделини валюта бозорида қўллаш.....	228
7.2. САРМ модели ва уни валюта бозорида қўллаш.....	246
7.3. Опционлар нархини шаклланиш моделини валюта бозорида қўллаш	250
7.4. Рискни баҳолашда VaR усули ва уни валюта бозорида қўллаш	254
7.5. Валюта бозорларида рискларни баҳолаш моделларининг қиёсий тафсифи.....	266
7.6. Валюта рискин баҳолаш ва дилингни оптималлаштиришнинг услубий асоси.....	268

ТЎЛҚИН САТТАРОВИЧ РАСУЛОВ
ШАРОФ РАХИМБЕРДИЕВИЧ РАЖАББАЕВ
ДАВРОН РУСТАМОВИЧ ИБРАГИМОВ

ВАЛЮТА БОЗОРЛАРИДАГИ
ОПЕРАЦИЯЛАР:
НАЗАРИЯ ВА АМАЛИЁТ

Мухаррир – А. Зиядов
Техник муҳаррир – Ё. Иноғомов
Компьютерда – Р. Шарипов, Д. Абдурахманов
саҳифаловчилар:

Босишга рухсат этилди 14.10.2011 й. Бичими 60x84^{1/16}.
«TimesNewRoman» ҳарфида терилди.
Шартли б.т. 19,25. Нашр т. 18,28.
Адади 200. 4-сонли буюртма.

Оригинал-макет Банк-молия академиясининг нашриёт
бўлимида тайёрланди. Тошкент ш.. Ҳ. Арипов, 16-уй.

«Credo Print group» ҚК босмахонасида чоп этилди.

ISBN 978-9943-302-50-1



9 789943 302501