

А.В.ВАҲОБОВ
Т.С.РАСУЛОВ

ВАЛЮТА МУНОСАБАТЛАРИ **НАЗАРИЯСИ**



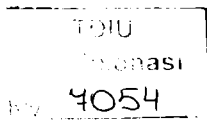
Б 50

ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ ОЛИЙ ВА ЎРТА МАХСУС
ТАЪЛИМ ВАЗИРЛИГИ

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

А.В.ВАҲОБОВ, Т.С.РАСУЛОВ

ВАЛЮТА МУНОСАБАТЛАРИ НАЗАРИЯСИ



ТОШКЕНТ – 2013

УЎК: 792.54 (072)

КБК 74.202

B-52

B-52 А.В.Ваҳобов, Т.С.Расулов. Валюта муносабатлари назарияси. –Т.: «Fan va texnologiya», 2013, 280 бет.

ISBN 978–9943–10–964–3

Мазкур ўқув қўлланмада валюта муносабатлари доирасида валюта курсларини шаклланиши ва ривожланишининг назарий асослари, валюта ва олтин бозорларини амал қилиш механизми, жумладан, спот битимлари, форвард ва биржадан ташқари савдо операцияларининг бошқа турлари, халқаро иқтисодий ва молиявий ташкилотларнинг валюта муносабатларини ривожлантиришдаги ўрни кўриб чиқилади. Ўқув қўлланма иқтисодиёт назарияси соҳасидаги мутахассисларнинг ўқиган маърузалари ҳамда кўп йиллик назарий изланишлари асосида тайёрланди. Олий ўқув юр்தларининг «Иқтисодиёт назарияси» ва «Банк иши» йўналиши бакалавр ва магистрантлари учун мўлжалланган.

УЎК: 792.54 (072)

КБК 74.202

Масъул муҳаррир:

Ш.Ш.Шодмонов – *иқтисод фанлари доктори, профессор*

Тақризчилар:

Х.П.Абулқосимов – *иқтисод фанлари доктори, профессор:*

Ш.Р.Ражаббоев – *иқтисод фанлари номзоди, доцент.*

Тошкент давлат иқтисодиёт университети илмий Кенгашининг 2013 йил 29 майдаги 10-сонли қарори билан нашр этилди.

ISBN 978–9943–10–964–3

© «Fan va texnologiya» нашриёти, 2013.

КИРИШ

XX асрнинг сўнгги йилларида мамлакатлар ўртасида иқтисодий ва сиёсий алоқаларнинг сифат жиҳатдан янги босқичга чиқиши, миллий хўжалик алоқаларининг интеграциялашуви билан глобализация жараёнларининг жадаллашуви юз бермоқда. Глобализация натижасида жаҳон хўжалигининг таркибий қисмига айланиб бораётган мамлакатларнинг сони ортиб бормоқда. Бу миллий даражадаги ҳуқуқий, иқтисодий ҳамда технологик тўсиқлар йўқолишига, унинг ўрнига халқаро иқтисодий хўжаликнинг умумий иқтисодий қонуниятлари ва халқаро хўжаликнинг функционал алоқаларини тадбиқ этишга олиб келмоқда. Мамлакатлар дунё хўжалигига интеграциялашувда аниқ бир мамлакат чегараларидан ташқарида юзага келувчи ташқи муаммоларга қарши туришга мажбур бўлмоқдалар.

Йирик инвестициявий ресурслар яхши иқтисодий ўсиш салоҳиятига эга бўлган мамлакатларга жадал йўналтирилмоқда. Бу табиий ҳол, чунки ҳар бир сармоядор ўз жамғармаларини ҳимоялашда ўзи учун етарли даромад меъёрини таъминлашни истади: капитал кўпроқ фойда олиш мумкин бўлган жойга йўналтирилади.

Ўзбекистон ҳам бу жараёндан истисно эмас — унинг ижобий ривожланиши республикага киритилган инвестицияларнинг ҳимояси қанчалик таъминланганига, валюта муносабатларининг ривожланганлик даражасига ва шу билан бир вақтда қарз олинган ресурсларни бошқариш жараёни қанчалик тўғри юритилишига кўп жиҳатдан боғлиқ.

Таназул натижасида юзага келувчи, шунингдек, уни келтириб чиқарадиган кўплаб муаммолар ичида оғирроғи, назаримизда, молия бозорларини барқарорлаштириш муаммосидир. Сўнгги йиллар, валюта бозори, ссуда капиталлари бозори ёки катта аҳамият касб этиб бораётган қимматли коғозлар бозори бўғинларидан бирининг бекарорлашуви бутун молия бозорларида кескин пасайишларга олиб келганлигини ва валюта муносабатларини салбий томонга ўзгарганлигини кўрсатмоқда.

Валюта бозорини барқарорлаштириш муаммоси айниқса доллар ҳисобланади. Чунки айнан валюта курси динамикаси экспорт ва импорт ҳажмларига, бинобарин, бутун тўлов баланси мувозанатига таъсир кўрсатади.

Валюта курсининг сунъий пасайтирилиши ёки пореал паст даражада ушлаб турилиши кўрсатиб ўтилган муаммоларни ҳал этмайди. Аксинча, иқтисодиётнинг колоклашиб боришининг тезлашуви муддатини чўзиб туради, холос. Россиядаги 1998 йилги инқироз валюта курсини паст даражада ушлаб туриш экспорт ривожини халокатга олиб келишини кўрсатди. Валюта ресурсларининг манбаи бўлган экспортнинг пасайиши эса валюта курсини ушлаб туришни янада мураккаблаштиради.

Валюта бозори ва фоиз ставкалари бозорининг ниҳоят даражада беқарорлиги валюта ва фоиз рискларини валюта операциялари турларини кўпайтириш орқали олдинги олишни тақозо этади. Бунинг устига, дунёда турли валюталар мавжуд экан, валюта ва фоиз рискларини хеджерлаш ўз долзарблигини йўқотмайди. Яъни, назарий жиҳатдан олиб қараганда, бу муаммони тўлиқ ҳал этиш учун мамлакатлар бир битимга келишлари ва битта валютани чиқариши, ҳамда, ягона жаҳон валюта тизимини ишлаб чиқишни ташкиллаштиришни амалга оширишлари кифоядир. Аммо, бугунги босқичда бу мумкин эмас, 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 январиде ягона евровалютанинг амалга киритилиши Европа молия бозорини барқарорлаштириш йўлидаги қадамлардан бири бўлиб хизмат килди. Шунга қарамасдан евронинг муомаллага киритилишига таъсир этган омиллардан бири — америка долларининг Европа мамлакатлари иқтисодиёти тажовузига қарши еврохудуднинг сиёсий қарама-қаршилиги бўлди.

Ўқув қўлланмада замонавий валюта муносабатларини ривожланиш тарихи, жумладан, Ўзбекистон Республикасида валюта бозорларини ривожланиш босқичлари, валюта курсларининг ўзгаришига таъсир этувчи омиллар ҳамда молия ва пул бозорларидаги амалга оширилаётган операцияларни ёритишга бир уриниш бўлди. Улардан юртимиздаги банк-молия тузилмаларида ҳам қўлланиши мумкин бўлган, молия бозорларидаги ноқулай вазиятлардан муҳофазаланиш учун жаҳон амалиётида фойдаланиладиган айрим услублар бор.

Хусусан, замонавий шароитларда кенг тарқалган, мазкур қўлланмада биз томонимиздан таҳлил этилган услублардан бири,

турли хеджинг операцияларини (hedging атамаси англизча «тўсик»), нарх ўзгаришлари оқибатидаги зарарлардан сақланиш бўйича очиқ позициялар ҳимоясига доир операциялар ўтказиш) валюта бозорларида, шунингдек, ссуда капитали ва олтин бозорларида ҳам қўллашдан иборатдир. Бугунги кунда сармоядорлар томонидан хатарлар сугуртасига қўйиладиган сифат жиҳатдан янги талаблар, банкларнинг кескин рақобат шароитларида кўнгилдагидай фоиз олишга бўлган интилишлари банкларни валюта бозорларидаги хизматларни такомиллаштиришга ва улардан кенг фойдаланишга ундамоқда.

Таъкидлаш жоизки, пул бозорини ривожлантириш орқали давлат хазинасига бевосита нақд пул тушуми таъминланади. Натижада жисмоний ва юридик шахсларнинг вақтинча бўш маблағлари пул бозоридаги операциялар ўтказиш эвазига даромад олиш имконини беради. Шунинг билан бирга хазинага тушган нақд пулларни иқтисодиётнинг нақд пулга эҳтиёжи бор соҳаларига йўналтириш ҳисобига ишлаб чиқариш қувватларини янада кучайтириш ва аҳоли турмуш даражасини яхшилашда муҳим омил сифатида кўриш мумкин.

І БЎЛИМ.
ВАЛЮТА МУНОСАБАТЛАРИ, БОЗОРЛАРИ, КУРСЛАРИ
ШАКЛЛАНИШИ ВА РИВОЖЛАНИШИНИНГ НАЗАРИЙ
• АСОСЛАРИ

І БОБ. ВАЛЮТА МУНОСАБАТЛАРИ
РИВОЖЛАНИШИНИНГ НАЗАРИЙ АСОСЛАРИ

1.1. Валюта муносабатларининг иқтисодий моҳияти
ва валюта тизимлари

Халқаро иқтисодий муносабатларнинг бир қисми халқаро валюта муносабатлари ҳисобланади. Халқаро валюта муносабатлари бу – валютанинг жаҳон ҳўжалиги ва миллий ҳўжаликда амал қилиши ҳамда ҳўжаликлар фаолияти натижаларини ўзаро айирбошланишида юзага келган ялпи ижтимоий муносабатларидир.

Валюта муносабатларининг элементлари қадимий антик даврга бориб тақалган бўлиб, қадимий Греция ва Римда вексель кўринишида ва пулни майдалаш ҳамда айирбошлаш кўринишида бўлган. Валюта муносабатларининг кейинги ривожланиш даври ўрта асрларга тўғри келади. Бу даврда Ғарбий европада ўтказма векселлари бўйича савдо марказлари ташкил қилинган, шулар жумласига Лиондаги вексель ярмаркасини киритишимиз мумкин. Феодал ишлаб чиқаришдан капиталистик ишлаб чиқаришга ўтилиши натижасида халқаро ҳисоб-китобларнинг банклар орқали амалга оширилиши жуда тез ривожланди.

Ишлаб чиқариш кучларининг ўсиши, жаҳон бозорининг пайдо бўлиши, халқаро меҳнат тақсимотининг чуқурлашуви, ҳўжалик юритишнинг халқаро тизими шаклланиши ва ҳўжалик алоқаларининг байналминаллашуви халқаро валюта муносабатлари ривожланишининг асоси бўлиб ҳисобланади. Халқаро валюта муносабатлари халқаро иқтисодий муносабатлар орқали, яъни ишлаб чиқариш, тақсимлаш, айирбошлаш ва истеъмолда намоён бўлади. Валюта муносабатлари билан такрор ишлаб чиқариш ўртасида тўғри ва тесқари алоқа мавжуд. Уларнинг объектив асоси жамиятдаги товар ва хизматлар ҳамда капиталнинг халқаро айирбошланиши юзага келтирувчи такрор ишлаб чиқариш ҳисобланади. Валюта муносабатларининг ҳолати мамлакатлар иқтисодиёти ривожланганлигига боғлиқ.

Мамлакатлар халқаро бозорга қўшилиши натижасида капитал айланиши жараёни миллий пул бирлигидаги капиталнинг бир қисмини хорижий валютага айланиши ва аксинча ҳолат юз беришини англатади. Бу ҳолат халқаро ҳисоб-китоб, валюта, кредит ва молиявий операцияларни амалга оширишда юз беради.

Валюта муносабатлари такрор ишлаб чиқаришга нисбатан иккиламчи саналсада, унга сезиларли тесқари таъсир ўтказди. Хўжалик ишлаб чиқаришининг байналминаллашуви шароитида такрор ишлаб чиқариш ташқи омилларга – ишлаб чиқариш динамикаси, хориж фан ва техника тараққиёти даражаси, халқаро савдонинг ривожланиши, капиталлар оқимида жуда боғлиқ бўлиб қолади. Халқаро валюта муносабатларининг беқарорлиги ва валюта инкирозлари такрор ишлаб чиқаришга салбий таъсир кўрсатади. Шу сабабдан халқаро валюта муносабатларини аниқ бир шаклга келтиришга ва уни доим назорат қилишга ҳаракат қилиб келинган.

Валюта тизими бу – валюта муносабатларини миллий қонунчилик ёки халқаро келишулар асосида тартибга солиш тизимидир. Валюта тизими уч хил бўлади: миллий, ҳудудий ва халқаро.

Тарихан дастлаб халқаро ҳуқуқ нормаларини ҳисобга олган ҳолда миллий қонунчилик билан мустақкамланган миллий валюта тизимлари пайдо бўлган.

Миллий валюта тизимлари халқаро валюта тизими билан узвий боғлиқ, яъни халқаро валюта муносабатлари юзага келишининг асоси бўлиб ҳисобланади.

Халқаро валюта тизими XIX аср ўрталарида юзага келган. Халқаро валюта тизимининг барқарор бўлиши дунё хўжалиги структураси даражасига мувофиқ келишига, этакчи давлатларнинг манфаатларига ва қучларнинг жойлашишига боғлиқ. Ушбу шартларнинг бузилиши валюта тизимининг инкирозига олиб келади ва янги валюта тизимининг юзага келишига асос бўлади.

Халқаро валюта тизимининг амал қилиш механизми ва уни тартибга солиш миллий валюта тизими билан узвий боғлиқ бўлиб, бу боғлиқлик ташқи фаолиятга хизмат қилувчи миллий банклар орқали амалга оширилади ва давлатлараро валютани тартибга солишда юзага келади ҳамда этакчи давлатларнинг валюта сиёсатини мувофиқлаштирати.

Халқаро валюта тизими ва миллий валюта тизимининг ўзаро боғлиқлиги ва фарқлари уларнинг элементларида кўринади (1.1-жадвал).

Миллий валюта бу – давлат қонунлари билан белгиланган ва ҳисоб-китобларда қўлланиладиган пул бирлигидир. Шу ўринда, пул бирлиги ва валюта ўртасида фарқни ажратиш мақсадга мувофиқ. Пул бирлиги бу бир мамлакат ҳудудида ҳисоб – китобларни амалга ошириш воситаси бўлиб ҳисобланиб, у халқаро иқтисодий муносабатларда қатнашса (бошқа валютага айирбошланганида, хорижда тузилган битим бўйича талаб ва мажбуриятларни бажаришда қатнашса, бир мамлакатдан бошқасига капитал сифатида ҳаракат қилса) валютага айланади. Демак, ҳар қандай пул бирлиги ҳам валюта ҳисобланмайди.

1.1-жадвал

Валюта тизими элементлари¹

Миллий валюта тизими	Халқаро валюта тизими
1. Миллий валюта	1. Захира валюта
2. Миллий валютани айирбош-лаш шартлари	2. Валюталарнинг ўзаро айирбош-лаш шартлари
3. Миллий валюта паритети	3. Валюта паритетларининг ягона режими
4. Миллий валюта курсининг режими	4. Валюта курси режимларини тартибга солиш
5. Валюта назорати ва валюта чекловларининг мавжудлиги ёки йўқлиги	5. Валюта чекловларининг халқаро назорат қилиниши
6. Давлатлар халқаро валюта ликвидлигининг назорати	6. Валюта ликвидлигининг халқаро назорат қилиниши
7. Халқаро кредит маблағларидан фойдаланиш тартиби	7. Халқаро кредит маблағларидан фойдаланишнинг бир-хиллашган қоидаси
8. Давлатлар халқаро ҳисоб-китобларининг тартиби	8. Халқаро ҳисоб-китоб шаклларининг унификацияси
9. Миллий валюта бозори ва олтин валюта бозорининг режими	9. Халқаро валюта бозорлари ва олтин бозорлари режими
10. Валюта муносабатларини тартибга солувчи ташкилотлар ва муассасалар	10. Халқаро валюта муносабатларини тартибга солувчи халқаро ташкилотлар.

¹Международные валютно – кредитные и финансовые отношения. Под ред. Л.Н.Красвиной. Москва, 2003г.

Захира валюта – халқаро ҳисоб – китобларда қатнашувчи ва мамлакат захирасини шакллантиришда фойдаланиладиган эркин айирбошланадиган валютадир. Бундай валюталарга АҚШ доллари, SDR, евро, йена, фунт стерлинглар ва бошқа етакчи мамлакат валюталари ва халқаро валюта бирликларини киритиш мумкин. Захира валюта бошқа давлатлар валюта курслари ва валюта паритетини аниқлашда фойдаланилади. Захира валюта мақомига эга бўлиш учун мамлакат ишлаб чиқариши етакчи ўринларни эгаллаши, товар ва хизматлар ҳамда капитал экспорти юқори ва олтин валюта захираси етарли бўлиши, банк тизимининг ликвидли ва капиталлашиш даражаси юқорилиги, валюта операцияларини амалга оширишнинг эркинликка эга бўлиши зарур.

1.2 - жадвал

SDR валюта саватининг таркиби

Wednesday, April 04, 2010

ВАЛЮТА САВАТИ	Валюталарнинг дастлабки улуши	30/12/09 санага бўлган валюта курси ²	АҚШ доллари эквиваленти ³
Евро	34	1.33530	0.547473
Япон йенаси	11	118.99000	0.154635
Фунт стерлинг	11	1.97350	0.178207
АҚШ доллари	44	1.00000	0.632000
<i>АҚШ\$1.00 = SDR</i>	<i>0.661238</i>		
<i>SDR1 = АҚШ\$</i>	<i>1.51231</i>		

Валюта тизимида валюталарни айирбошлаш (конвертация) даражаси муҳим ўрин эгаллайди. Улар эркин айирбошланадиган, қисман айирбошланадиган ва айирбошланмайдиган валюталарга бўлинади. Шунингдек, ички ва ташқи конвертация бўлиб, ички конвертация мамлакат резидентларининг айирбошлаш операцияларида

² Ҳар бир валютанинг АҚШ долларига нисбатан курси

³ SDR нинг АҚШга нисбатан курсини шакллантиришда ҳар бир валютанинг эгаллаган улуши.

чекловлар бўлмаслигини аниқлашда, ташқи конвертация норезидентларга нисбатан чекловларни қўлламаликда ақс этади.

Валюта тизимининг навбатдаги элементи – валюта паритети валюта курсини аниқлашда бирламчи омил бўлиб, у икки мамлакат валюталарининг нисбатда ақс этади. Олтин танга стандартида валюта паритети сифатида уларнинг металл таркиби олинган эди. Олтин монометаллизи даврида валюталар курси олтин паритетига асосланган бўлиб, белгиланган нуқталар орасида тебранар эди.

Кредит пулларнинг ривожланиши билан валюта курси аста – секинлик билан олтин паритетидан узоқлашиб борди. Иккинчи жаҳон урушидан кейин олтин паритетига АҚШ доллари ва фунт стерлинги эга эди. 1971 йилда АҚШ ҳукумати доллар курсини белгилашда олтин паритетидан воз кечганидан сўнг, олтин халқаро муомаладан чиқарилди. Олтин паритети бекор қилинган, халқаро валюта муносабатларида валюта савати тушунчаси киритилди. Бунда бир валютанинг курси валюта саватига кирган бирликларга нисбатан олинган ўртача қиймат билан аниқланади. Ҳозирги пайтда, валюталар курси қонуний тартибда белгиланган валюталар ўртасида нисбат билан аниқланади.

Валюта тизимининг навбатдаги элементи валюта курси режими ҳисобланади. Амалда валюта курсининг асосий режимлари - қатъий ўрнатилган ва эркин сузиб юрувчи кўринишида мавжуд бўлиб, қолган кўриниш-лари уларнинг комбинациясидан ҳосил бўлади.

Валюта чекловларининг мавжудлиги валюта тизимининг элементи бўлиб, бу чекловлар халқаро миқёсда ХВФ томонидан аниқланади ва аъзо мамлакатлар доирасида тартибга солиб турилади. Валюта чекловларининг валюта сиёсати инструменти сифатида кейинги параграфда батафсил кўриб чиқамиз.

Валюта тизимининг элементи сифатида халқаро ликвидликни бошқариш халқаро ҳисоб – китобларнинг таъминланишига қаратилади. Халқаро валюта ликвидлиги – бу мамлакатнинг кредиторлар учун қулай валютада халқаро мажбуриятларни ўз вақтида бажара олиш қобилиятидир. Мамлакат миқёсида валюта ликвидлиги қуйидагилар билан ўлчанади: расмий олтин – валюта захираси, СДР ва бошқа валюта бирликлари, ХВФдаги позицияси (аъзо мамлакат квотасининг 25% миқдоридан зиёдлик билан кредит олиш ҳуқуқига эга). Ликвидликни ўлчаш учун одатда, олтин – валюта захирасининг йиллик импортга нисбати олинади.

Миллий валюта тизими доирасида халқаро кредит маблағларидан фойдаланиш, уларни жалб қилиш, қайтариш ва тўлаш тартибга солинади. Валюта тизимининг бу элементи жаҳон валюта тизимида кредит ҳаракати билан боғлиқ ҳолатлар бўйича умумлаштирилган қондаларни ишлаб чиқишда намоён бўлади.

Маҳсулотларни айирбошлаш, экспорт – импорт операцияларини ўтказишнинг асосий шарти бўлиб, халқаро ҳисоб – китобларнинг йўлга қўйилганлиги ҳисобланади. Валюта тизимининг бу элементи бўйича миллий миқёсда халқаро даражада қабул қилинган умумлашган қондалардан келиб чиқиб, меъёрий – ҳуқуқий ҳужжатлар ишлаб чиқилади. Бундай қондаларга Халқаро савдо палатаси томонидан қабул қилинган қуйидаги ҳужжатлар қиради: 522 – сонли «Инкассо бўйича бирхиллашган қондалар» ва 500 – сонли «Ҳужжатли аккредитив бўйича бирхиллашган қондалар», 458 – сонли «Талабни тақдим этиш билан тўланадиган қафолат бўйича бирхиллашган қондалар», шунингдек, савдо атамаларини талқин этиш бўйича «Инкотермс» (ҳозирда, Инкотермс 2000) халқаро қондаси.

Миллий валюта ва олтин бозорларининг ишлаш тартиби валюта кимматликлари билан ўтказиладиган операцияларни амалга оширишни белгилаб беради. Олтиннинг халқаро муомаладан чиқарилиши билан олтин бозорлари кўлами қисқариб борди. Ҳозирда олтин савдоси қуйидаги марказларда бажарилади:

- Локо Лондон (Loco London)
- Локо Цюрих (Loco Zurich)
- Локо Нью-Йорк (Loco New York)
- Локо Токио (Loco Tokio)

Олтин савдоси марказларида, битимнинг қаерда тузилганлигидан қатъий назар, олтин етказилишини амалга ошириш жойи қайд этилган марказ ҳисобланади (масалан Локо Лондон (Loco London), яъни «Лондонга етказиб бериш билан»). Олтин бозорларининг фаолияти ҳеч бир дақиқага тўхтамайди. Бунда вақт минтақаларининг ҳисоб боши, одатда Гринвичдан ўтувчи (Лондон атрофи) нол меридианидан бошланади ва дунё вақти ёки GMT – Greenwich Meridian Time деб аталади.

Валюта тизимларининг муҳим элементларидан бири валюта муносабатларини тартибга солувчи органлар фаолияти ҳисобланади. Миллий валюта тизимида бу органларга Марказий банк ва бошқа мутассади органлар (Ўзбекистонда Ҳукумат, Молия

вазирлиги, Солиқ ва Божхона идоралари) киради. Жаҳон валюта тизимида валюта муносабатларини тартибга солувчи махсус давлатлараро институтлар бўлиб, уларга: ХВФ, ЕТТБ, ОТБ кабилар киради.

Валюта тизимининг ривожланиш қонуниятлари такрор ишлаб чиқариш мезонлари билан аниқланади. Бу миллий ва халқаро хўжаликнинг ривожланиш босқичларида ўз аксини топади. Халқаро хўжалик тузилмасининг ўзгариши халқаро валюта тизимининг инкирозига олиб келади.

Ишлаб чиқариш шакли, халқаро савдо ва кучларни ўзгариши биринчи халқаро валюта тизими – олтин монометаллизмнинг инкирозини келтириб чиқарди. Халқаро валюта тизимлари ўзгаришининг асосий сабаби бу инкирозлардир.

Валюта инкирозлари одатда халқаро валюта муносабатларининг беқарорлигидан келиб чиқади. Халқаро валюта муносабатларининг беқарорлиги валюта курсларининг беқарорлигида, олтин – валюта резервларининг қайта тақсимланишида, валюта чекловларида, халқаро валюта ликвидлиги ёмонлашувида ва валюта қарама – қаршиликларида акс этади.

1.3 - жадвал

Халқаро валюта тизимлари⁴

<p>Париж вал.тизими 1867 й.</p>	<p>1. Олтин танга стандарти 2. Олтин захира ва тўлов воситаси ҳисобланган. Олтин паритет ўрнатилган 3. Курс олтин сотиш марказларига боғлиқ ҳолда тебраниб турган. 4. Конференция орқали назорат қилинган</p>
<p>Генуя вал.тизими 1922 й.</p>	<p>1. Олтин-девиз стандарти 2. Олтин захира ва тўлов воситаси ҳисобланган. Олтин паритет ўрнатилган 3. Курс тебраниб турган, олтин сотиш марказларига боғлиқ бўлмаган 4. Конференция, музокаралар орқали назорат қилинган</p>

⁴ Международные валютно – кредитные и финансовые отношения. Под ред. Л.Н.Красвиной. Москва 2003г.

Бреттонвудс вал. тизими 1944 й.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Олтин-девиз стандарти 2. Олтин расмий курс б-ча АҚШ долларига конвертация қилинган 3. Қатъий белгиланган курс ва паритет ўрнатилган 4. ХВФ ташкил этилди
Ямайка вал. тизими 1976-1978 й.	<ol style="list-style-type: none"> 1. СДР стандарти 2. Олтин расмий муомаладан чиқарилган, фақат реал актив сифатида фойдаланилган. 3. Валюта курсининг эркин режими 4. ХВФ, юкори даражадаги музокаралар.
Европа вал. тизими 1979 й.	<ol style="list-style-type: none"> 1. ЭКЮ стандарти (еврога айлантирилди) 2. Олтин-валюта захираси. Олтин резервини бозор баҳосида қайта баҳолаш 3. Белгиланган чегарада сузиб юрувчи валюта курси режими 4. Европа ҳамкорлик валюта фонди

Дастлабки халқаро валюта тизими 19 асрнинг охирида саноат революциясидан кейин олтин – танга стандарти шаклида олтин монеталар асосида шаклланди. 1867 йилда ҳуқуқий жиҳатдан Париж конференциясида расмийлаштирилган ва олтин халқаро пул бирлиги сифатида тан олинган.

Париж валюта тизими куйидаги тамойилларга асосланган:

- валюта тизимининг асоси олтин монета стандарти ҳисобланган.

- ҳар бир валюта олтин билан таъминланган ва шунга қараб ҳар бир валютанинг олтин паритети ўрнатилган. Валюталар олтин паритет асосида олтинга бемалол алмаштирилган.

- бозордаги талаб ва тақлиф асосида шаклландиган эркин сузиб юрувчи валюта курси режими ўрнатилган. Олтин паритетга нисбатан валюта курсининг чегараси белгилаб қўйилган ва ушбу чегарада валюта курслари ўзгариб турган. Агар валюта курслари белгиланган чегарадан кескин фарқ қиладиган бўлса халқаро тўловларда олтин қўлланилган.

Олтин танга стандарти 1-жаҳон урушигача бозор механизми орқали тўлов балансини мувозанатлаштиришда ва валюта курсини барқарорлаштиришда самарали рол ўйнади. Тўлов балансида дефицитга эга бўлган давлатлар дефляция сиёсатини ўтказишга ҳаракат

килишган, яъни миллий валютани қадрсизлантиришган. 1-жаҳон урушигача бўлган бир аср давомида фақат АҚШ доллари ва Австрия таллери девалвация қилинган, Англия фунт стерлинги ва Франция франки ўзгармадан қолган.

Халқаро ҳисоб-китобларда вексель кўп қўлланила бошланганлиги сабабли олтиннинг ҳиссаси бирмунча камайган. АҚШ, Франция, ва Англияда олтиннинг ҳиссаси 1872 йилда 28%ни ташкил қилган бўлса, 1913 йилга келиб 10%ни ташкил қилди. Олтин - танга стандарти иқтисодиётнинг бозор қонуниятлари билан тартибга солиниши шароитига ва хўжалик алоқаларининг жуда катта қўламда ривожланишига мувофиқ келмаганлиги сабабли емирила бошлади ва ушбу стандартнинг пул ва валюта тизимидаги ўрни йўқолди.

Уруш бошлангандан кейин ҳарбий ҳаражатларни қоплаш мақсадида урушда қатнашаётган давлатлар банклари банкноталарини кўпроқ эмиссия қила бошладилар ва банкноталарни олтинга алмаштириш тўхтатиб қўйилиши ва валюта чекловлари ўрнатилиши натижасида инфляция кучайиб кетди.

1-жаҳон урушидан кейин юзага келган валюта инқирозидан кейин янги олтин ва олтинга алмаштириладиган етакчи валюталарга асосланган олтин-девиз стандарти жорий этилди. Халқаро ҳисоб-китобларда қўлланиладиган хорижий валютадаги тўлов воситалари девиз деб юритила бошланди.

2-халқаро валюта тизимига 1922 йилда Генуяда бўлиб ўтган халқаро иқтисодий конференцияда расмийлаштирилган халқаро келишув ҳуқуқий асос қилиб олинди.

Генуя валюта тизими қуйидаги тамойилларга асосланади:

- Ушбу тизимнинг асоси қилиб олтин ва девиз – хорижий валюта олинди. Ушбу тизимда миллий кредит пул бирликлари халқаро тўлов ва резерв валюталари сифатида амал қила бошлади. Бу тизимда фунт стерлинг ва АҚШ доллари етакчилик қилди.

- Олтин паритет сақланиб қолди.
- Эркин сузиб юрувчи валюта курси режими ўрнатилди.
- Валюта муносабатларни тартибга солиш халқаро конференциялар ва музокаралар орқали амалга оширилди.

1-жаҳон урушидан кейин АҚШнинг тез суръатларда ривожланиши натижасида молиявий марказ Ғарбий Европадан АҚШга кўчиб ўтди. Шу даврга келиб АҚШнинг валюта-иқтисодий салоҳияти сезиларли даражада ўсди, АҚШ қарздор давлатдан кредитор давлатга айланди. АҚШнинг мажбурияти 1913 йилда 7млрд.

долларни, талаби эса 2 млрд. долларни ташкил қилган бўлса, 1926 йилда мажбуриятлари 2 марта камайди, талаблари эса 6 мартага ошди ва 12 млрд. долларни ташкил қилди. Шу сабабли АҚШ олтин монета стандартини сақлаб қолган ягона давлат ҳисобланиб, доллар курси гарбий европа валюталарига нисбатан 10%дан 90%га кўтарилган. АҚШ долларнинг гегемон валюта бўлишига катта эътибор қаратилган кураш олиб борди, резерв валюта мақомига иккинчи жаҳон урушидан кейингина эришди. Шу пайтда АҚШ долларининг ягона рақобатчиси фунт стерлинг ҳисобланарди.

Валюта барқарорлигини 30-йилдаги жаҳон инқирози издан чиқарди. Ушбу валюта инқирози қуйидагича характерланади:

- Цикли характер. Валюта кризиси жаҳон кризиси билан бирга юз берди.

- Таркибий характери. Ушбу тизим тамойили – олтин-девиз стандарти ўзини оқлай олмади.

- Инқироз узок давом қилди. 1929 йилдан 1936 йилнинг қузигача давом этди.

- Халқаро кредитлар, айниқса узок муддатли кредитлар бўйича қарздор давлатларнинг банкрот бўлганлиги сабабли тўловлар амалга оширилиши тўхтатилди ва тўлов баланси капиталлар оқимининг кескин беқарор ҳолатга келиши, валюта курсларнинг кескин тебраниши ва иқтисодий инқироздан путур етишлар кучайиб кетди.

- Ривожланишнинг нотекислиги.

Иккинчи жаҳон уруши даврида барча давлатлар валюта чекловларини ўрнатдилар, валюта курслари катъий белгилаб қўйилди ва шу давр мобайнида ўзгартирилмади. Шу боис валюта курси иқтисодий муносабатлардаги фаол ролини йўқотди.

Иккинчи жаҳон уруши инқирозни жуда чуқурлаштириб юборди ва Генуя валюта тизими буткул издан чиқди. АҚШ долларининг жаҳон валюта тизимида етакчи рол ўйнашига интилишлари АҚШ молия вазирлиги валюта изланишлари бўлими бошлиги Г.Д. Уайтнинг лойиҳасида ўз аксини топди. Англияда Ж.М. Кейнс томонидан ҳам лойиҳа ишлаб чиқилган эди, лекин АҚШ лойиҳаси ютиб чиқди. 1944 йил БМТнинг Бреттонвудедаги конференциясида халқаро савдо, валюта кредит ва молия муносабатларининг қоидалари ўрнатилди ҳамда янги валюта тизими жорий этилди. Конференциядаги халқаро келишувда Бреттонвуде валюта тизимининг қуйидаги тамойиллари белгиланган:

▪ Олтин-девиз стандарти сақлаб қолинди. Бу ерда девиз қилиб иккита давлат валютаси олинди: АҚШ доллари ва фунт стерлинг.

▪ Халқаро келишувга асосан олтиннинг 4та шакли ишлатилиши кўзда тутилди:

а) Валютанинг олтин паритети сақланиб қолинди ва Халқаро Валюта Фондида белгилаб қўйилди.

б) Олтин халқаро тўловлар ва резерв воситаси сифатида қўлланила бошланди.

в) АҚШ резервларининг ошганлиги сабабли ва иқтисодий салохиятининг ўсганлигини ҳисобга олиб, доллар олтинга тенглаштирди ва қуйидагича белгиланди: $35 \text{ USD} = 1$ троикк унцияси (1 троикк унцияси $31,1035$ граммга тенг)

г) Ўрнатилган расмий баҳоларда доллар олтинга алмаштирила бошланди.

▪ Валюта курслари ҳамда конвертация қатъий белгилаб қўйилган валюта паритетлари асосида аниқланган ва амалга оширилган. 10%дан юқори девалвация ХВФнинг рухсати билан амалга оширилган. Валюта курси ХВФнинг низомига асосан валюта паритетига нисбатан 1% атрофида тебраниб туриши белгиланган.

▪ Халқаро валюта кредит ташкилотлари тузилди. Булар ХВФ ва ХТТБ (Халқаро тикланиш ва тараққиёт банки).

Бреттонвудс валюта тизими инкирозининг сабаблари:

1) Иқтисодиётнинг беқарорлиги.

2) Инфляциянинг ўсиши баҳоларга ва фирмаларнинг рақобатбардошлигига салбий таъсири ўтказиши.

3) Тўлов баланснинг беқарорлиги. Тўлов балансида бир давлатнинг актив сальдога бошқа давлатнинг эса пассив сальдога эга бўлиши валюта курсининг кескин тебраниб туришига сабаб бўлди.

4) Бреттонвудс тамойилларининг дунёдаги кучлар ўзгариши сабабли ўзини оқлай олмаслиги. АҚШ ва Англия тўлов балансини мувозанатлаш учун доллар ва фунт стрелингни девалвация қилиб турилиши бошқа давлатларга салбий таъсир ўтказди.

5) Евродоллар бозорининг фаоллашуви.

6) Трансмиллий корпорацияларнинг (ТМК) валюта соҳасидаги бузғунчилик роли. ТМК лар турли валюталарда жуда катта миқдорда активларга эга бўлганлар, хатто резервлардан ҳам кўп бўл-

ган, шу боис фойда олиш мақсадида чайқовчилик билан шугулланганлар.

Бреттонвудс валюта тизимидан кейин ХВФга аъзо давлатлар томонидан янги халқаро валюта тизимининг лойиҳаси ишлаб чиқилди ва 1978 йил апрелда Кенгистонда (Ямайкада) келишув расмийлаштирилди. Ушбу валюта тизими қуйидаги тамойилларга асосланди:

- Олтин-девиз стандарти ўрнига СДР стандарти киритилди.
- Ҳукукий жиҳатдан олтин пул бирлиги (монетизация) тўхтатилди. Олтин паритетлари олиб ташланди ва АҚШ доллари олтинга алмаштирилиши тўхтатилди.
- Давлатларга валюта курсининг хоҳлаган режимини танлаш ҳуқуқи берилди.
- ХВФ ўз мавқеини сақлаб қолди ва давлатлараро валютани тартибга солишни кучайтирди.

СДР стандарти остида доллар стандарти яширинган эди. Гарчи валюталар плюралиزمи тенденцияси кучайган бўлсада, халқаро тўлов ва резерв восита сифатида долларга муқобил валюта мавжуд эмас эди. СДРни қўллашнинг тўртта муаммоси бўлиб, булар:

- 1) Эмиссия ва тақсимлаш;
- 2) Таъминланганлик;
- 3) Курсни аниқлаш услуги;
- 4) СДРдан фойдаланиш соҳаси.

Дастлаб 1 СДР = 0,888671 г. олтинга тенглаштирилди, кейинчалик ҳисоб-китоблар қийинлашганлиги сабабли СДРни олтинга боғлаш олиб ташланди. 16 та валютадан иборат валюта савати ташкил қилинди. Нефть казиб олувчи давлатлар валюталарнинг кадри ошганлигини инобатга олиб, СДРни ҳисоблашни осонлаштириш мақсадида 1981 йил валюта саватидаги валюталар бештага туширилди.

Ямайка валюта тизимининг беқарорлигига жавобан 1979 йилда иқтисодий интеграциялашув жараёнини тезлаштириш мақсадида Европа иттифоқи давлатлари янги жаҳон валюта тизимини жорий қилдилар. Европа валюта тизимининг асосий мақсади ғарбий европада валюта интеграциясини ва худудда иқтисодий интеграцияни кучайтиришга ҳамда АҚШ долларининг гегемонлигига қарши курашишга қаратилган.

Римда тузилган келишув асосида Европа иқтисодий ҳамкорлик ташкилоти 1958 йилдан буён амал қилиб келмоқда.

Ушбу тизим тамойиллари қуйидагича:

- Асос қилиб ЭКЮ жорий қилинди. Ушбу валюта савати 12 та давлат валютасидан иборат бўлиб, уларнинг курслари жами ЯИМдаги улушига қараб аниқланган.

- Ямайка валюта тизимидан фаркли ўлароқ Европа валюта тизими (ЕВТ)да олтиндан реал актив сифатида фойдаланилади.

- Валюта курси режими валюталарнинг биргалликдаги сузиб юришига асосланган.

- Тўлов балансидаги вақтинчалик дефицитларни қоплаш учун ЕВТ марказий банкларга кредитлар ажратиш орқали давлатларда валютани тартибга солишни амалга оширади.

Ҳозирги кунга келиб Европа валюта тизими ЭКЮни нақд валюта кўринишига «Евро»га айлантирди.

1.2. Валюта муносабатларини тартибга солиш ва валюта сиёсатининг пазарий асослари

Бозор иқтисодиёти билан боғлиқ жараёнларни бошқаришда, миллий валютани халқаро мавқеини белгилашда ва мамлакатнинг жорий ҳамда келажакдаги иқтисодий муносабатлари тизимида валюта сиёсати муҳим рол ўйнайди. Валюта сиёсатининг шакли ва ўрни, мамлакат валюта-иқтисодий ҳолати, жаҳон хўжалиги эволюцияси, жаҳон майдонидаги ўрни билан аниқланади. Тарихий ривожланишга назар соладиган бўлсак, биринчи навбатда, ҳар қандай валюта сиёсатининг асосий мақсадлари қуйидагича шаклланиб келмоқда: валютавий инқирозни бартараф эттиш ва валюта қийматини таъминланганлиги, валютавий чеклашлар, валютанинг эркин алмашинуви, валюта операцияларини эркинлаштириш ва бошқалар. Мамлакатлараро муносабатларда валюта сиёсатининг асосий жиҳати: ҳамкорлик ва келишув, яъни ривожланаётган мамлакатлар ички сиёсатига молиявий ва маслаҳат хизматлари орқали ёрдам бериш.

Валюта сиёсати ҳуқуқий жиҳатдан валютавий қонунлар асосида тартибга солинади. Буларга ҳуқуқий даражадаги чегараларнинг ўрнатилиши, мамлакат ичкарисида ва мамлакат ташқарисида валюта қимматликлари билан бўладиган муносабатларни тартибга солиш, валютавий муаммолар бўйича икки томонлама ва кўп томонлама мамлакатлараро валютавий келишувларни тузиш қиради. Валюта сиёсатини амалга оширишнинг асосий йўлларидан бири давлатнинг халқаро ҳисоб-китоблари бажарилишини бошқариш ва миллий, мамлакатлараро, ҳудудлараро валюта муносабатларини

амалга оширишдан иборат. Валютани тартибга солишнинг *бево-сита йўли* - бу қонуний ҳужжатлар ва ҳукуматнинг ижро органи орқали амалга оширилади. *Билвосита йўли* - эса бу бозор агентларининг иқтисодий ҳаракатланишига, иқтисодий усуллар. Хусусан, валюта-кредит усуллари билан таъсир этади.

Валюта сиёсати – бу валюта муносабатларини бошқариш ва тартибга солиш бўйича давлат томонидан ишлаб чиқилган чоратадбирлар йигиндисидир.

Валюта муносабатларини тартибга солишда қуйидагилар иштирок этишади:

- Йирик валюта маблағларига эга бўлган хусусий корхоналар, валюта муносабатларида актив иштирок этаётган миллий ва халқаро банклар ҳамда корпорациялар;

- Молия вазирлиги, Марказий банк, валюта назорати ташкилотлари.

Халқаро валюта муносабатларини тартибга солиш валюта, кредит ва молия сиёсатининг қуйидаги тамойиллари асосида шаклланди:

- Миллий иқтисодиётда валюта, кредит ва молия муносабатларининг бир бирига ўзаро боғлиқлиги.

- Хўжалик муносабатларини эркинлаштириш шароитида бозор ва давлат бошқарувини бозор томон юз тутиши.

- Иккинчи жаҳон урушидан сўнг жаҳон сиёсий ва иқтисодий майдонида асосий куч ҳисобланган АҚШ ўрнида учта асосий ҳамкорлик ва қарама-қарши марказларнинг ташкил топиши: АҚШ, Ғарбий Европа ва Япония.

- Жаҳондаги етакчи валюталар, кредит ва молия бозорлари, яъни сузиб юрвчи курслар, фоиз ставкалари, биржа инқирозлари ва бошқалар ўзгаришининг барқарор эмаслиги.

- Бир-бирига ўзаро боғлиқ бўлмаган ички миллий иқтисодий сиёсатнинг халқаро хўжаликдаги интеграциялашуви.

Мамлакатлараро валютани бошқариш ташкилоти бўлиб Халқаро валюта фонди (ХВФ) ҳисобланади.

Валюта сиёсати мақсад ва шаклига кўра таркибий ҳамда жорий шаклларга бўлинади. Таркибий валюта сиёсати жаҳон валюта тизими таркибини ўзгартиришга қаратилган узок муддатли тадбирлар мажмуидир. Улар барча мамлакатларнинг мақсадларига тўғри келадиган, алоҳида валюталарни шакллантиришга қарши қаратилган

валюта тадбирлари орқали амалга оширилади. Таркибий валюта сиёсати жорий валюта тизимига ўз таъсирини кўрсатади.

Жорий валюта сиёсати валюта курси, валюта операцияси, валюта бозорининг фаолияти ва олтин бозорини қисқа вақтда тезкорлик билан бошқаришдир. Валюта сиёсатининг қуйидаги икки шакли мавжуд: дисконт ва девиз сиёсати. Унинг кўринишлари – валюта интервенцияси, валюта захираларини диверсификациялаш, валютавий чеклашлар, валюта курсининг тартиби, девальвация, ревальвация.

Дисконт сиёсати бу Марказий (Миллий) банкларнинг фоиз ставка сиёсати бўлиб, у валюта курсига икки томонлама таъсир этиш мақсадида олиб борилади. Фоиз ставкасини ошириш билан хорижий инвестор маблағлари мамлакат ичкарисига жалб этилади, валюта оқимини кучайтиради, шу билан бирга инфляция жилванланади ва миллий валюта қадри ошади. Фоиз ставкаси тушганида аксинча ҳолат кузатилади. Дисконт сиёсати асосан, капитал оқими эркинлаштирилганида самара бериши мумкин.

Валюта сиёсатининг бу шаклидан ривожланган мамлакатлар тўлов балансини мувозанатлаш мақсадида олиб боришади.

Ушбу жадвалдан кўриб турганимиздек, келтирилган мамлакатларда фоиз ставкалари турли даражада белгиланган. АҚШ ва Буюк Британияда узок йиллардан бери (1960 – йил охириларидан бошлаб) тўлов баланс дефицити кузатилиб келмоқда, аксинча, Япония ва Европанинг бир қатор етакчи давлатлари профицит тўлов балансига эга. Тўлов балансининг дефицити, албатта, салбий ҳолат бўлсада, профицитни ҳам ижобий деб бўлмайди. Шу боис, жадвал маълумотларида ҳам акс этаётганидек, тўлов баланси дефицитига эга давлатлар фоиз ставкасини бошқаларга нисбатан оширишади, ўз навбатида профицит кузатилаётган давлатлар капитал экспортини амалга ошириш билан фоиз ставкасини туширишади.

Валюта сиёсатининг девиз шакли валюта айирбошлаш операцияларига ҳукуматнинг хорижий валюта олди – сотдиси орқали таъсир этиш, уларни чеклаш билан боғлиқ тадбирларида намоён бўлади. Девиз сўзи Генуя валюта тизимида муомалага киритилиб, у етакчи валюталарни шу ном билан аташ мақсадида қўлланилган (шунинг учун ҳам бу тизимни «Олтин – девиз стандарти» деб юритилади).

Девиз сиёсатининг асосий кўринишларидан бири интервенция ҳисобланади. Интервенция орқали Марказий банклар валюта курси

Ривожланган мамлакатлар Марказий банкларнинг фоиз ставкалари⁵

	Давлатлар	
1.	АҚШ федерал тизими	<p>Федерал фондлар бўйича фоиз ставкаси – бу фоиз бўйича тижорат банклари федерал резерв тизими ҳисобварағидаги маблағларни бошқа банкларга overnight шарти асосида жойлаштиришда қўлланилади.</p> <p>Дисконт ставкаси – бу фоиз бўйича федерал резерв тизими тижорат банкларга ликвидлигини таъминлаш учун кредит беришда ишлатади. Унинг аҳамияти федерал фондлар бўйича фоиз ставкасидан паст юради.</p>
2.	Англия банки	<p>Репо битимлари бўйича ставка – бу ставка бўйича Англия Банки тижорат банкларга қимматли қозғалар гарови асосида қисқа муддатли кредит беришади. Шунингдек, у Буюк Британияда асосий ставка ҳисобланади.</p>
3.	Европа Марказий банки	<p>Қайта молиялаш ставкаси – бу ЕМБ тендер маблағларни жалб қилишда минимал ставка ҳисобланади. Асосий фоиз ставкаси.</p> <p>Депозитлар бўйича ставка – ЕМБ институтларида маблағ жойлаштириш учун ишлатилади.</p> <p>Қарз маблағлари бўйича чегаравий ставка – бу ставка ЕМБ институтларидан қисқа муддатли ликвидликни таъминлаш мақсадида қарз маблағларини олиш мумкин. Бу ставка overnight бўйича энг юқори ставка ҳисобланади.</p>
4.	Япония Банки	<p>Overnight қарзлари бўйича мақсадли фоиз ставкаси – бу қисқа муддатли депозитлар бозорига белгиладиган фоиз, у асосий ставка ҳисобланади. Бу ставкага Япония Банки давлат қимматли қозғалари олди-сотдиси билан таъсир кўрсатади.</p>

⁵ <http://www/forexite.com>

		Дисконт ставкаси – бу фоиз бўйича Япония банки қисқа муддатли ликвидликни таъминлаш мақсадида кредит беради.
5.	Швейцария Банки	Уч ойлик LIBOR ставкасининг кенглиги. Қисқа муддатли фоиз ставка даражасини бошқариш мақсадида Банк LIBOR нинг Швейцария франки бўйича фоиз ставкасининг 1,00 % кенглигини таъминлашни қабул қилган.

барқарорлигини таъминлаб туришади. Қатъий ўрнатилган валюта курси режимида интервенцияга бўлган эътибор ортади.

Бунда валюта курсини бир маромда ушлаб туриш учун Марказий банк олтин – валюта захираси ҳисобига хорижий валютани сотади (миллий валютани қадрини ошириш учун) ёки харид қилади (ревальвация шароитида валюта қадрини тушириш учун). Валюта курси режими эркин сузиб юришга яқинлашган сайин интервенция қисқариб боради. Бу шароитда интервенция валюта курсининг кескин тебранишини қоплашга қаратилади.

Девиз сиёсатида девальвация миллий валюта қадрини тушириш билан боғлиқ тадбирга айтилади. Одатда, девальвация миллий экспортни рағбатлантириш мақсадида амалга оширилади. Шу ўринда, девальвациянинг салбий оқибатини, яъни унинг миллий валюта қадрини тушириш билан боғлиқ жиҳати сифатида мамлакатда инфляцияни жадаллашувига олиб келишини айтиш жоиз. Шу боис, девальвация мамлакатда кечаётган инфляция даражасидан юқори бўлган ҳолатдагина экспортчиларга кўшимча даромад келтириши мумкин. Девальвациянинг акси, яъни ревальвация асосан экспорт салоҳияти катта бўлган мамлакатларда кузатилиб, миллий валюта курсининг ошишида акс этади.

Маълумки, Марказий банк мамлакат олтин – валюта захирасини бошқаради. 1970 – йил бошларидан валюта курси паритети сифатида валюталар саватидан кенг фойдаланилган. Унинг ёрдамида валюта курси шакллантирилган.

Бунда миллий валюта қадрини жаҳон бозорларидаги ўзгаришлар таъсирида тушиб кетиши олдини олиш мақсадида, валюта савати деверсификация қилинган. Ҳозирги кунда валюта захиралари деверсификацияси беқарор валютани «соғлом» валютага айлантириб, ортиқча валюта йўқотишлар олдини олишга қаратилади.

Жадвал маълумотларидан, АҚШ долларининг девальвациясига қарамасдан валюта захираларининг аксарият қисми айнан шу валютада йиғилмоқда. Иккинчи ўринда мавқеи йилдан – йилга ошиб бораётган ЕВРО турибди.

Валюта чекловлари – бу валюта қимматликлари билан операцияларни ўтказиш бўйича давлат меъёрлар тизимидир. Валюта чекловлари қўлланиш соҳаси, таркиби ва тузилмаси билан фарқланади. Тўлов балансининг жорий операциялари бўйича чекловларнинг қуйидаги шакллари мавжуд:

- экспорт бўйича тушумга қўлланиладиган чекловлар;
- импортчиларнинг хорижий валюта харидини чеклаш;
- муддатли битимларни тузиш бўйича чекловлар;
- чет элга маҳсулотларни миллий валютада сотишни таъқиқлаш;
- баъзи маҳсулотлар импортини хорижий валютада сотишни таъқиқлаш;
- экспорт – импорт операциялар бўйича тўлов муддатини тартибга солиш;
- кўп погонали валюта курси тартибини қўллаш.

Тўлов балансининг дефицити ҳолатида капитал ҳаракати билан боғлиқ операциялар бўйича қуйидаги чекловлар қўлланилади:

- валюта қимматликларини олиб чиқиш, кредит беришни чеклаш;
- кредит ва молия бозорлари фаолиятини назорат қилиш;
- миллий банкларнинг хорижий валютада берилаётган кредитларни иштирок этишни чеклаш;
- резидентларга тегишли қимматли қоғозларни мажбурий тортиб олиш.

Айирбошлаш курси сиёсатида ҳукумат валюта курси тартибини белгилайди.

1.3. Валюта инқирозларининг валюта муносабатлари эволюциясида тугган ўрни

1.3.1. Валюта инқирозининг келиб чиқиш сабаблари

Валюта инқирозини белгилаб берувчи индикаторлар сифатида одатда қуйидагилардан фойдаланилади:

- Миллий валюта девальвацияси;
- Валюта бозорида курс девальвацияси, захираларни қисқариши ёки фойз ставкаларининг ўсишида акс этадиган ҳолатлар юзага келиши;

- Миллий валюта девальвациясининг аҳоли бойлиги қисқариши билан бирга кечиши.

Бу ҳолатда, миқдорий кўрсаткичларни камайтириш мақсадида, ривожланаётган мамлакатларда валюта инқирози деганда, номинал курснинг 20% дан ортиқ девальвацияланишига айтилади. Миллий валюта девальвацияси одатда АҚШ долларига нисбатан олинади. Бу бир томондан, ўша мамлакат валюта курсларини азалдан АҚШ долларига боғлангани билан асосланса, иккинчи томондан, Американинг жаҳон иқтисодиёти ва молия тизимида эгаллаган салоҳияти билан боғлаш мумкин.

Валюта инқирозларини баҳолаш ХВФ томонидан амалга оширилади. Валюта инқирозларини аниқлаш мақсадида, номинал курснинг йил давомида миллий валюта курсининг АҚШ долларига нисбатан 20% дан ошган девальвация ҳолатлари қайд этилади.

Жаҳон валюта тизимининг даврий инқирози эски тизим қонуниятлари бузилиши ва янгисини ташкил этилишига олиб келади. Янги валюта тизимининг барпо этилиши қуйидаги босқичларга бўлинади:

- тикланиш, келгуси тадбирларни ташкил этиш, янги тизим қонуниятларини аниқлаш - бунда олдинги тизим асоси билан нисбий алоқадорлик мавжуд бўлади;

- тузилмавий бирликни шакллантириш, янги тизим қонуниятларини тадбиқ этиш;

- тўлиқ амал қиладиган янги тизимни унинг ташкилий элементлари асосида барпо этиш.

Ундан сўнг мамлакатлар валюта ва иқтисодий муносабатларининг ҳолати яхшилангач, мос равишда жаҳон валюта тизими самарали амал қила бошлайди. Ҳудди шундай ҳолат Генуя ва Бреттон Вудс валюта тизими шаклланган даврларда кузатилган.

Валюта инқирозлари иқтисодиётнинг ташкилий тузилмасини издан чиқаради, миллий валютани беқарорлиги натижасида ташқи савдони қийинлаштиради ва оғир ижтимоий-иқтисодий оқибатларга олиб келади. Бу, ўз навбатида, ишсизлик даражасининг ўсиши, иш ҳақларининг кечикиши, қимматчиликни юзага келишида акс этади.



1.1-расм. Валюта инқирозининг турлари.

Валюта инқирози мамлакат миллий валютасининг кескин қадрсизланиши ҳисобланади. Баъзи адабиётларда валюта инқирози миллий валютанинг 25-35 % девальвацияланиши натижасида юзага келиши келтирилган бўлса, бошқа манбаларда, жумладан, ХВФ кўрсатмасига мувофиқ, номинал курснинг АҚШ доллариغا нисбатан 20% кўп қадрининг йўқолиши валюта инқирозини англатади.

Проф. Л.Н.Красавинанинг фикрича, валюта инқирозларининг куйидаги турлари мавжуд:

- тўлов баланси инқирози;
- давлат ташқи қарзи инқирози;
- давлат ички қарзи инқирози.

Америкалик иқтисодчи олим, Нобель мукофотининг лауреати П.Кругманнинг «Balance of Payment Crises and Capital Flight» номли модели асосида инқирознинг яна бир тури – хусусий сектор қарзи инқирози аниқланди (1.2-расмга қаранг).

1. Тўлов баланси инқирози. Бу – Марказий банк қатъий ўрнатилган ёки шунга яқин бўлган валюта режимларидан фойдаланганида, монетар сиёсатнинг бошқа мақсадларига зид равишда иқтисодиётда юзага келган номутаносибликлар натижасидаги инқироз ҳисобланади. Масалан, пул массасининг бошқа мамлакатларга қараганда ўсишининг кўпайиши бу мамлакатда инфляцияни юзага келтиради ва валюталар тенглик қонуниятидан келиб чиққан ҳолда, миллий валюта курсини туширади. Қатъий ўрнатилган валюта курсида эса Марказий банк интервенция қилиб, курсни ушлаб туришга мажбур бўлади. Бу ҳолат давомийлиги Марказий банкнинг валюта захиралари ҳажмига боғлиқ бўлади. П.Кругманнинг

«Balance of Payment Crises and Capital Flight» моделида бу инкирознинг юзага келиши иқтисодий сиёсат, хусусан бюджет дефицити монетизацияси ва қатъий ўрнатилган курсни таъминлашга бўлган уриниш ўртасида фундаментал номутаносиблик ҳолатидан бошланади⁶, деб тавсифланган.

2. Давлат қарзи натижасида юзага келадиган валюта инкирози. Бу инкироз давлатнинг ички ва ташқи қарзларининг хаддан ташқари ошиб кетиши ва инвесторлар орасида маблағларнинг асосий қисмининг қайтиши бўйича шубҳаларининг ошиши натижасида келиб чиқади. Бунда қарз олган давлатга бўлган ишончнинг йўқолиши, маблағларни муддатдан аввал чакириб олинишига ва хорижий валютага бўлган талабнинг кескин кўтарилишига олиб келади, натижада миллий валюта кескин қадрини йўқотади.

3. Хусусий сектор қарздорлигининг валюта қадрини тушишида акс этиши. Бунда инкироз давлат қарздорлиги унча катта бўлмаганида ҳам юзага келиши мумкин.

Валюта инкирозлари учинчи турининг ёрқин кўриниши сифатида Шарқий Осиё мамлакатларида кечган 1997-1999 йиллардаги инкирозни келтириш мумкин. Унинг натижасида, миллий валюта ва мамлакатлар ички активлари қадри 20 – 75 % гача пасайди, ЯИМ эса 7 – 20% гача қисқарди⁷.

Бу инкирознинг ўзига хослиги шундаки, у нисбатан кичик мамлакат, Таиланддан бошланган ва кўшни мамлакатларида кучайиб (Шарқий Осиё ва МДХнинг баъзи мамлакатлари) дунёнинг бошқа худудлари (Лотин Америкаси)гача тарқалди.

1997 йил июлида Таиланд Марказий банки миллий валютани қаттиқ валюталар саватига боғланишни пасайтириши тўғрисида хабар берди. Натижада валюта курси кескин туша бошлади, худди шундай вазият Малайзия, Индонезия ва Филиппинда ҳам кузатилди.

90 – йилларнинг ўрталаригача Таиланд юқори суръатларда ривожланиб келди ва унинг модели бошқа ривожланаётган мамлакатларга намуна сифатида хизмат қилди. Мамлакат ЯИМ ўсиши йилга 6 – 12 % бўлиб, унда товар ва хизматлар экспорти 30% дан кўпни ташкил қиларди.

⁶ P. Crugmann. Balance of Payment Crises and Capital Flight.

⁷ Под ред. Э. Трушина «Опыт развития финансовой и фискальной системы и привлечения прямых иностранных инвестиций в Восточной Азии: уроки и рекомендации» - Алматы 2001.

Халқаро экспертлар фикрига кўра, Таиланд молиявий эркинлаштириш дастурини юқори самарада амалга оширди. Бунда валюта назорати юмшатилди, фоиз ставкаси бўйича барча чекловлар олиб ташланди, банк назорати кучайтирилди ва капитал бозори ривожланиши рағбатлантирилди. Бунинг натижасида, кредитлаш ҳажмида хусусий сектор улуши кескин ошди ва 1995 йилга келиб, у жами жалб этилган маблағлар таркибида қарийб 99 %га эга бўлди. Фоиз ставкасининг эркинлашуви мамлакатга хорижий инвестиция оқимини янада кучайтирди.

Фоиз сиёсатининг эркинлашуви ва капитал ҳаракатини назорат қилиш юмшатилиши хусусий иқтисодий агентларга хориждан қисқа муддатли қарз маблағларини жалб қилишни тезлаштириб юборди. Бунда маблағларнинг асосий қисми кўчмас мулкка қўйилди. Шу билан бирга молиявий воситачиларнинг кредит лойиҳасини баҳолашда валюта рискинни ҳисобга олишмаган ва қисқа муддатли кредитлардан узоқ муддатли лойиҳаларни молиялашда фойдаланилган. Буларнинг барчаси мамлакат ташқи қарзининг ошишига олиб келган.

Мамлакат валюта захиралари ҳам сезиларли пасайган. Валюта захираларининг асосий қисми қисқа муддатли кредитлар ҳисобига ташкил этилган. Бундан ташқари, молия бозорида спекулятив операцияларнинг кучайиши вақтида захиранинг анчагина қисми миллий валюта барқарорлигини таъминлашга ишлатилди.

Бу каби инкирозлар замонавий очик иқтисодиёга эга бўлиш ҳар донм ҳам ижобий натижалар беравермаслигидан далолат беради ва макроиқтисодий сиёсатда хатога йўл қўйган мамлакатларни «жазолайди». Бу албатта жаҳон бозорларининг глобаллашуви инкирози эканлигини англамайди. Инкирозлар фақатгина макроиқтисодий сиёсатни олиб боришда маълум меъёрларда сақланиш заруратини таъкидлайди.

1.3.2. Жаҳон тарихида кузатилган асосий валюта инкирозлари

Металл стандарти даврида кузатилган инкирозлар.

Бу инкирозларнинг умумий жиҳати металл захираларини йўқотиш билан боғлиқ. Бу даврдаги ҳар бир инкироз ўзига хослиги билан ажралсада, уларнинг умумий элементи, ҳукумат олдида ички ёки ташқи мақсадларга қаратилган сиёсатни қўллаб қуватлашда акс этган эди. Ташқи мақсадлардан воз кечиш, яъни қатъий

белгиланган курс асосида валютани айирбошлашни кўлламаслик валюта инкирозининг келиб чиқишини белгилаб берган.

Жон Лоу операцияси (1716-1720).

1705 йилда Жон Лоу пулни чиқариш билан йирик иқтисодий лойиҳаларни молиялаштириш, бу билан нархни кўтармаган ҳолда реал бойликни кўпайтириш мумкин деб ўйлаган. Бу назарий қараш Францияда амалда кўллаб кўрилган. 1716 йилда банкноталарни эмиссия қилувчи банк тузилган, шунингдек, Луизиана билан савдо монополиясига эга компания ташкил этилган. Кейинчалик унинг монополияси тамаки соҳасини, Африка билан савдо қилишда ва охир оқибат мамлакатнинг ташқи савдосини қамраб олди. 1719 йилда бу конгломерат (бир қанча соҳаларда монопол фаолият юритаётган фирма) монета чиқариш ва солиқларни йиғиш ҳуқуқини кўлга киритди шу билан бирга компания давлат қарзни бозор нархи бўйича, яъни нисбатан пастроқ фоиз асосида сотиб олди.

Компания акциялар сотувини кўпайтириш мақсадида банк банкнота эмиссиясини оширди. 1720 йилда акция эгалари фойдаларини металлга алмаштиришлари натижасида акциялар нархи 10 000 ливрдан пастга тушиб кетди. Лоу 100 ливрдан кўп бўлган монетадаги тўловларни таъқиқлади. 1720 йилда компания банк бошқарувини ўз қўлига олди ва у эмиссия қиладиган банкноталарни қонуний тўлов воситаси сифатида эълон қилди. Нархларнинг тушиши натижасида банк 9000 ливр қиматида қатъий курсни белгилади ва акцияларни банкноталарга алмаштириш билан интервенция амалга ошира бошлади. 1720 йилнинг майида муомаладаги қонуний пул воситаси ҳамда нарх даражаси икки баробар ошиши ва металл захирасининг қисқариб кетиши оқибатида курсни қатъий белгилаш бекор қилинди. Қироллик Банки захирасига бошланган ҳужум Лоуни олиб бораётган сиёсатини ўзгартиришга мажбур қилди, бу эса ишончсизлик инкирози ва унинг операциясининг таъназулга учрашига олиб келди.

Франциядаги бу инкироз 1720 йил майдан декабригача кузатилган дефляциядан қатъий назар юзага келди. Муомаладаги банкноталар 1720 йилда 56%гача қисқарди. 1721 йилда акциялар нархи 500 ливргача тушиб кетди. Металл ўзининг 1720 йилдан аввалги қийматиғача ревальцияланиб, муомалага яна кириб келди.

Англия (1797).

1797 йил 27 февралда Англия Банкининг захира ҳажми 1 млн. фунт стерлингга тушиб кетгани туфайли олтин стандартини тўхтатиб қўйди. Франция билан бўлган урушдан олдин бу миқдор 4

млн. фунтни ташкил этган эди. 1793 йилдан 1797 йилгача бўлган даврда ҳарбий харажатларни молиялаштириш ва конвертация масалаларида зиддият янада кескинлашди. Ниҳоят, 1797 йил февралида Англия Банкининг банкротлигини олдини олиш мақсадида, ҳукумат вақтинчалик олтинга эркин айирбошлашни тўхтатиб қўйди. Кўп ўтмай Банк айирбошлашни қайта тиклашга тайёрлигига қарамасдан, ҳукумат фаолиятни давом эттиришга рухсат бермади. Айирбошлаш ҳар йили 1803 йилгача вақти вақти билан тўхтатиб турилиб, тинчлик шартномаси тузилгандан сўнг, олти ойдан кейин фаолият давом эттирилди.

Америка Қўшма Штатлари (1861).

1861 йил апрелда, фуқаролик уруши бошланганида, Ғазначилик бошлиғи этиб Салмон Чейз тайинланган эди. У Нью Йорк, Филадельфия ва Бостон банклари билан учрашиб, уларнинг ҳар бири ҳукумат учун 50 млн. доллар қарз беришларига келишиб олди. Банклар шу заҳотиёқ қарзнинг 5 млн. доллар тенг қийматдаги металлни тақдим этишди, кейинги қисмларини зарурат туғилганида ўтказилиши керак эди. Чейз уч йиллик облигация, яъни ғазначилик ноталарини йиллик 7,30% билан эмиссия қилиб, тушадиган маблағ ҳисобига банк авансини коплашга рози бўлди.

Нью Йорк банклари монетадаги захиранинг нетто – мажбуриятларини 25% қийматида таъминлашга тайёрлигини хабар беришди. 19 августда 35 млн. доллар ҳукумат ҳисоб варағига кўчириб берилди, банклар эса ҳар ҳафтада 3,5 млн. долларни металл билан тўлай бошлади. 2 сентябрга келиб аксарият банкларда дефицит ҳосил бўлди ва Ҳисоб Палатаси улардан кундалик тўловларни ола бошлади. 19 сентябрда Ҳисоб Палатаси ссуда сертификатларини чиқара бошлади. Фоизларни тўламаслик мақсадида, дефицитга эга бўлган банклар сертификатларини олтинга алмаштириб олишни бошладилар. 1 октябрда Нью-Йорк банкларига яна 35 млн. доллар миқдорида ғазначилик ноталари ўтказиб берилди, 16 ноябрда эса яна шу қийматга тенг сумма кўчириб берилди. Декабрда ғазначилик тақдим этувчига (гринбэк) чиқарилган ноталар эмиссия қилинди ва банклардан металл запасларининг яна бир қисми олинди. Ой охирида банклар олтин билан тўлашни тўхтатдилар, мос равишда Ғазначилик ҳам шундай қилди. Конвертация олтин захираси қисқаришига олиб келган қоғоз пулларнинг ортиқча эмиссияси натижасида тўхтатилгани йўқ. Инқироз Ғазначиликнинг ин-

ституционал хусусияти ва раҳбариятнинг ҳаддан ташқари қатъийлиги натижасида юзага келди.

1861 йилда олтин билан тўлашнинг тўхтатилиши шу заҳотиёқ олтин нарҳини кўтариб юборди. Олтин тўловлари 1879 йил 1 январга келиб қайта тикланди.

Долларнинг юмшоқлиги (1894 – 96).

1890 йилдан сўнг АҚШ бюджетининг дефицити ва шу йили қонуний тўлов воситаси – олтинга алмаштириладиган газначилик ноталарининг чиқарилиши натижасида долларга бўлган ишончсизлик янада ошди. Дефицитни молиялаштириш учун Ғазначилик олтин захираси ва банкноталар эмиссиясидан фойдаланди. Муомалага чиқарилаётган банкноталар олтин захирасига ҳавф сола бошлади. 1894 йилнинг январи ва ноябрида Ғазначилик олтин захирасини камида 100 млн. доллар ҳажмида қайта тиклашга ҳаракат қилди ва 50 млн. доллар қийматга тенг 10 йилга мўлжалланган йиллик 5% асосида облигациялар чиқарилди. Инвесторлар банкноталардан, облигация учун тўланадиган олтинни харид қилиш учун фойдаланадиган бўлдилар, бу эса мамлакат олтин захирасини кўпайтиришга хизмат қилмас эди. 1895 йилнинг январиди олтин захирасига бошланган ҳужум, унинг ҳажмини 45 млн. долларгача тушириб юборди.

Ғазначилик 1895 йилда банк синдикати Бельмонт – Морган билан битим тузди. Битим шартларига мувофиқ, мазкур синдикат монеталарни келишилган шартлар асосида харид қилиш ҳуқуқига эга бўлди ва бозорда 30 йилга мўлжалланган йиллик 4% бўйича облигацияларни жойлаштириш мажбуриятини олиб, газначиликка олтин захирасини тўлдириш учун олтин ойлик қисқа муддатли кредит линиясини очиб берди. 3,5 млн. унциянинг ярми Европадан келтирилиши лозим эди, бунда ҳар ой 300 минг унция олиб киришга руҳсат берилган. Синдикат банкнотани алмаштириш ёки хорижий валютани сотиб олиш билан Ғазначиликни олтин чиқиб кетишидан сақлашга рози бўлди. Шунингдек, у қўшимча 25 млн. долларга тенг олтинни банкнотага алмаштириш учун тақдим этди. Лондондан Нью-Йоркда сотишга мўлжалланган хорижий валютани қарзга олиш билан валюта бозорини тартибга солишни ўз қўлига олди. Синдикат 68,8 млн. доллар қийматидаги облигацияларни жойлаштиришга муваффақ бўлди.

Битим тузилгач, олтин газначиликдан беш ой давомида олинмай турди. 1895 йил август ойининг охирида қишлоқ хўжалиги

экспортининг кўпайиши ва олтин импортининг кўпайиши билан синдикат тарқатилди.

1894 – 96 йилларда кузатилган АҚШдаги олтин стандартининг инқироз девальвациясини олдини олиш учун хорижий валютада кредит линиясини очиб самарали эканлигини кўрсатди.

1914 йилдаги инқироз.

1914 йилдаги инқирознинг ўзига хослиги Лондон орқали халқаро ҳисоб – китобларнинг тўхтатилиши билан боғлиқ. Бу инқироз валюта бозори фаолиятини бузилишига олиб келган бўлсада, лекин ички ва ташқи макроиқтисодий мақсадлар ўртасида зиддият юзага келмаган. Бу тизим инқирози бўлиб, у бутун жаҳон олтин андоза тизимини бузилишига олиб келган.

Банклар нақд пулга бўлган оммавий талабнинг кескин ошишини таъминлаш учун фақатгина қисқа муддатли кредит шартномаларини тузишни бошладилар. Лондон фонизлар бозори янги векселлар оқимидан маҳрум бўлди. Лондондаги акцептловчи уйлар янги кредитларни тақдим этишни рад этиш. Бунинг натижасида норезидентлар ўз стерлинг қолдиқларини тўлдира олмай қолишди. Узоқ муддатли кредит бериш тўхтатилди. Лондон Фонд Биржаси ишлаб тургани учун қимматли қоғозларни фунтга алмаштириш имкони бор эди. Нархнинг кескин тушишидан хавотирда бўлган биржалар иш фаолиятини тўхтатишди.

1 августда Англия Банки асосий ставкани йиллик 10% гача кўтарди, ҳисоб уйлари ва Фонд биржасига талаб қилингунча депозитларни қоплаш учун кредит берди, шунингдек, Ҳазначиликдан қонун билан белгиланган меъёрдан ортиқча бўлган эмиссия қилишга расмий рухсатномани олди. Банклардан омонатларни оммавий олиниши юзага келмаган бўлсада, Ҳазначилик валюта ноталарини чиқарди. Англия Банки 13 августда асосий ставка бўйича 4 сентябр гача акцептланган векселларни ҳисобга олиш мажбуриятни қабул қилди ва акцептловчиларга тўловни асосий ставкадан икки фониз ортиқ бўлган ставка бўйича амалга оширишларида муддатни узайтириш имкони берилди. Бундан ташқари, Банк 5 сентябрда, мораторийгача бажарилган барча акцептлар бўйича маблағлар борлигини эълон қилди ва бу акцептловчилар, ўз мажбуриятларини бажаришларига ёрдам берди. Бунда банк янги векселлар ҳисобини молиялаштиришга рози бўлди. 1915 йил 4 январда Лондон Фонд биржасининг қайта очилиши уруш бошланиши билан юзага келган савдодаги «танаффу»нинг тугагини англатди.

Нью-Йорк пул бозорлари фаолиятининг бузилиши банкларни вакил банклардан олтинни олишни тезлаштирди. Олдрич – Фриленд конуни валютага бўлган ички талабни камайтирди, лекин фунт танқислиги муаммоси бартараф этилмади. Нью-Йорк банклари хорижда қайтариладиган облигациялар гарови асосида кредит бера бошлади. Лондон эса олтинни талаб этар эди. 100 млн. долларга тенг олтин пул 1 сентябрда Нью-Йорк ва бошқа шаҳарлардан йиғиб олинди. Банклар долларни фунтга алмаштириш билан тўланадиган ташқи қарз бўйича барча маълумотларга эга бўлишди. Банклар ҳар куни келгусида шаклланадиган курс тўғрисида ахборот оладиган бўлишди.

1914 йил охирига келиб, Европадаги урушда қатнашаётган мамлакат валюталарига нисбатан долларнинг қадри анча кўтарилди. 1915 йил бошида фунт стерлинг курси АҚШга экспорт қилинаётган олтин нархидан ҳам тушиб кетди ва йил давомида қадрсизланиб борди.

1918 йил 18 майдан бошлаб, Англия олтинни премия билан харид қилишни ноқонуний деб белгилаб қўйди ва олтин бозоридаги операциялар тўхтатилди. АҚШда олтин экспорти 1917 йилдан 1919 йил июнигача лицензияланиши жорий этилди. Иккала мамлакатда ҳам банкнота ва олтиннинг айирбошланиши ҳамда олтиннинг халқаро эркин ҳаракати тўхтатилди.

Франция франкнинг инқирози (1923 – 26).

1919 йил мартада бўлган франкнинг қатъий белгиланишидан воз кечиш натижасида унинг қиймати кескин пасайиб кетди. 1920 йил 31 декабрида инфляцияга қарши қаратилган қонун қабул қилинди. Унга мувофиқ, Франция Банки аванс тариқасида ажратган молиявий маблаглари ҳар йили қайтарилиши лозим эди, шунинг учун ҳукуматни кредитлаш сезиларли чекланди. Бюджет соҳаси яхшиланиши билан франк курси 6,27 дан 8,99 гача кўтарилди.

Миллий бюджет франк учун жиддий муаммо тугдирар эди. Бюджет одатий ва махсус бўлимларга бўлинди: махсус бўлимда акс этган маблаглар Версаль шартномасига кўра, репатриация шаклида Германияда урушдан кейинги тикланиш харажатларига сафарбар этилди. Германияда ҳукм сурган гиперинфляция шароитида унинг тўлов қобилияти шубҳали бўлиши франк курсини яна тушишига сабаб бўлди. 1922 йилга келиб, франк 8,99 дан 5,25 гача қадрсизланди. 1923 йилда ҳукумат Франция Банкига қарзни қайтариш

қобилиятига эга эмас эди ва 1924 йил мартага келиб, курс 3,49 гача тушиб кетди.

Инқироз жойларда янги солиқларни жорий этиш ва Франция Банкидаги олтинни гарови остига олинган 100 млн. доллар ва 4 млн. фунт миқдорида хорижий кредитларни олиш билан бироз юмшади. Кредит маблағлари курсни барқарорлаштиришга қаратилган эди, натижада валюта захираси тўлдирилди ва курс 6,71 гача кўтарилди. Янги солиқларнинг жорий этилиши бюджетнинг одатий бўлимини тиклашга ёрдам берди, ammo Дауэс режаси бўйича бюджетнинг махсус бўлимини молиялаштиришга маблағ етмай қолди.

1925 йилда давлат қарзини қимматли қогоз сифатида жойлаштириш билан боғлиқ тadbир оқланмаганлиги туфайли сентябрда 4,7 ни ташкил этган курс 1926 йил июлига келиб 2,05 гача қадрсизланди. Молиявий барқарорлик бош вазир ва молия вазири сифатида Пуанкаренинг тайинланиши билан қайта тикланди (Пуанкаре замондошларидан фарқли ўлароқ, капитални солиққа тортишга қарши эди). Йил охирида франк 3,95 центгача кўтарилди. Франция Банки курсни шу қийматда қатъий белгилаб қўйди ва 1928 йил июнда барқарорлаштириш кузатилди.

Фунт стерлинг инқирози (1931).

Кетма – кет келган сиёсий ва иқтисодий зарбалар фунтнинг олтинга боғлиқлигини узилишига олиб келди. 1931 йилнинг биринчи ярмида депрессия натижасида ишсизлар сонининг ошиши бюджет харажатларини талаб этди, бунинг оқибатида дефицит юзага келди. Хорижий қўйилмалар бўйича фoиз ставкасининг тушиши, денгиз ўтказмаларидан келадиган даромаднинг пасайиши ва ташқи савдонинг сустлашуви савдо балансининг ижобий сальдосини қисқаришига олиб келди. Олтин захирасининг камайиб бориши 1930 йил майида 150 млн. фунт стерлинг қийматида тушиб кетди. 1931 йилдаги Австрия банкларининг инқирози капитал қочишини тезлаштириб юборди. Венага қўйилган 5 млн. фунт қийматидаги Британия депозитлари музлатилди. Кейинги ойларда Германия банк тизимида юзага келган муаммолар Англия банкларининг 70 млн. фунт стерлинг миқдорида ажратган қарзни умидсиз ҳолатга айлантирди, бундан ташқари, немис инвесторлари англиядаги қўйилмаларни репатриация қилиб улгурган эди. Июл ойида энг йирик Германия банкининг ёпилиши ва Макмиллан Қўмитасининг маърузасидан кейин фунт кескин қадрсизланди. Мамлакат асосий фoиз ставкаси 2,5% дан 4,5% гача, яъни икки баробар

кўтарилди. Бу кўрсаткич фунтнинг олтинга айирбошланиши тўхтатилгунга қадар сақланиб турди.

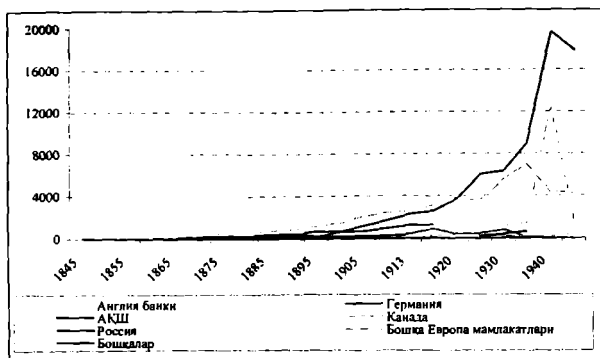
1 августда Мэя Кўмитаси бюджет дефицити солиқларни ошириш ва давлат харажатларини қисқартиришни талаб этишини айтиб ўтди. Ишчилар партияси (labor party) бюджет муаммоларини еча олмагач, шу ойда кўп партиявийлик коалицияга алмаштирилди. Париж ва Нью-Йорк берган кредитларига қарамасдан, фунтга бўлган ҳужум тўхтамади. Иқтисодий соҳадаги ўзгаришлар ижтимоий тус олган эди ва шу давр матбуоти бу ҳолатни исъён дея таърифлади. 19 сентябрга келиб ҳукумат фунтнинг айирбошланишини расман тўхтатиб қўйди.

Доллар инқироzi (1933 йил феврал).

1932 йилда Рузвельтнинг сайловларда ютиб чиқиши ва уни давлат тепасига келган кунидан бошлаб, маслаҳатчилари билан бирга АҚШда олтин стандартини бекор қилиш имкониятлари ўрганила бошланди. 1932 йил охирига келиб, АҚШ бутун жаҳон олтин захирасининг 40%га яқинни жамлаган эди, тўлов баланси олтий сальдога эга АҚШга кириб келган хорижий инвестициялар олтин захирасидан уч баробар кўп эди (1.3 – расмга қаранг). Америка қимматли қозғолирига жойлаштирилган маблағлар жами хорижий инвестициялар таркибида 20% улушга эга эди.

Бу ҳолатда олтинга ички талабнинг ошиб кетиши ёки капитални чиқиб кетиш rischi юзага келди. Хусусий инвесторлар Рузвельт сиёсатидан хавфсизраган ҳолда, капитални экспорт қила бошлади. Хусусий банклар доллар бўйича қисқа позиция очиб, фунтни харид қилишни бошлади. Англияликлар долларни харид қилиб, унга мос олтинни талаб этадиган бўлишди. ФЭТ (Федерал захира тизими – Federal reserve system) ходимлари валюта дилинги бўйича спекулятив ҳужумга қарши туришга етарли кўникмага эга эмас эди. Банкноталарнинг катта миқдордаги эмиссияси банк тизимида олтин захирасининг депозитларга нисбатини акс этувчи коэффициентини пасайишига ва қонун билан белгиланган муомаладаги банкноталарнинг 40%дан паст бўлмаган миқдорда олтин билан таъминланиш меъёридан тушиб кетди.

Долларнинг олтинга боғлиқлигини узилиши Америка иқтисодиётида кечаётган таназзулни тўхтатиб қолди. Лекин бу тадбир одатдаги валюта инқирозига жавобан ўтказиладиган тадбир (девальвация) каби кечмасдан, аввалдан ўйланган сиёсатнинг навбатдаги босқичи эди.



1.2 - расм. Иккинчи жаҳон урушидан аввал жаҳон мамлакатлари олтин захирасининг ўзгариш динамикаси⁸

Олтин блоки (1935 – 1936).

1935 йилгача олтин блоки мамлакатлар (Франция, Бельгия, Голландия, Италия, Польша ва Швейцария) валютасигина олтинга эркин айирбошланиши мумкин эди. Уларда юзага келган қийинчиликлар фунт блокнинг заифлашуви, АҚШга капиталнинг оқиб кетиши, аксарият мамлакатларда валюта чекловларини жорий этилиши билан боғлиқ эди.

Капитал чиқиб кетиши айирбошлаш паритетини таъминлаш блоки қобилиятига ишончининг камайиши билан боғлиқ. Асосан ташқи савдога боғлиқ бўлиб қолган Бельгия 1935 йилда биринчилардан блокни тарк этди. Франция ҳам деярли шу ҳолатда эди, ammo ҳукумат олтин паритетини қўллаган ҳолда ички кредитларни кенгайтиришга ҳаракат қилди. Голландия ташқи савдоси асосан колониялар билан амалга оширилгани боис, бу ерда босим бир оз юмшаган эди. 1936 йилда олтин блоки мамлакатларидаги ҳолат янаям ёмонлашди. Польша олтин алмаштиришга чекловларни киритди. Бундай йўл тутмаган Франция, Голландия ва Швейцария сезиларли захираларини йўқотди. 1936 йилда Франция ҳукуматини Халқ Фронти эгаллади. Аввалги ҳукумат каби у ҳам пул экспансияси ва олтин паритетини мослаштиришни қўллади ва муваффа-

⁸ www.gold.org

қиятсизликка дуч келди. 1936 йил сентябрида Англия ва АҚШ билан рақобатлашувчи девальвацияни ўтказмаслик тўғрисидаги уч томонлама келишувни имзолагач, франк девальвациясини амалга оширди. Блокнинг бошқа давлатлари Келишувга қўшилиб, ўз пул бирликларини девальвацияладилар.

Иккинчи жаҳон урушидан кейин бўлиб ўтган инқирозлар

Бреттон Вудс валюта тизимидаги инқирозлар.

Бу даврдаги инқирозлар, асосан айирбошлаш паритетни ички иқтисодий шароитларга мос келмаслиги натижасида юзага келган.

Фунт стерлинг инқироzi (1947 - 1949).

Англия урушда қатнашган бошқа давлатлар сингари, олтин ва тўлов баланснинг дефицитига эга эди. Бреттон Вудс Келишуви шартларига жавоб бериш мақсадида, Англия АҚШ ва Канададан 5 млн. доллар миқдориди кредит олди. 1947 йил 11 июлда Британия жорий операциялар бўйича конвертацияни қайта тиклаб олди. Фунтга қаратилган навбатдаги ҳужум жорий ой давомида захира-ларни 1 млрд. долларгача тушириб юборди. 1947 йил 20 августда конвертация яна ёпилди.

Урушдан олдинги 4,03 долларга тенг бўлган паритетнинг ўрнатилиши халқаро рақобатда бўлиб ўтган ўзгаришларни ҳисобга олмагани боис инқироз учун шароит яратиб берди. 1949 йил ўрталарида валюта сиёсатига ишончнинг сустлашуви спекулятив ҳужум таъсирини оширди.

Фунт долларга айирбошланмайдиган халқаро валютага айланди. Бунинг асосий сабаби, уруш етиб бормаган Америкада ишлаб чиқаришнинг сақланиб қолиниши натижасида, тобора ошиб бораётган импортни чеклашдан иборат эди. Қадрсизланиши муқаррар бўлган фунт стерлинг курси 18 сентябрда 2,80 долларгача тушиб кетди.

Фунт стерлинг инқироzi (1967).

1964 йилдан бошлаб, ички ва ташқи иқтисодий манфаатлар ўртасида зиддият юзага кела бошлади. Бандликни оширишга қаратилган экспансион пул – кредит ва бюджет сиёсати инфляцияни авж олиши, тўлов баланси дефицитини пайдо бўлиши, ҳамда захираларнинг қисқаришига олиб келди. Фунтга нисбатан тазйиқ орта бошлади. 1964 йилда ҳукумат бошига келган Ишчилар партияси девальвацияга қарши эди. Унинг ўрнига ҳукумат ички иқтисодий сиёсатни ўзгаришсиз қолдириб, импортга қўшимча

чекловларни жорий этди. ХВФ ва «катта ўнлик» (G-10) ҳамкорлигида 4 млрд. доллар миқдориди ажратилган кредит ҳамда 1965 йил июлида чекловчи солиқ меъёрларини қабул қилиниши ва капитал чиқиб кетишига нисбатан чекловларнинг ўрнатилиши вазиятни вақтинчалик яхшилашга хизмат қилди. Лекин 1966 йил ўрталарида фунт яна бир бор спекулянтларнинг тазйиқига учради. Иқтисодий ўсишни таъминлаш билан бирга мамлакат ташқи тўлов ҳолатини яхшилаш имкони йўқолиб борди. Ижтимоий ҳолатнинг жиддийлашуви фунт ҳолатини янада салбийлаштирди. Ҳукумат дефляциян пул – кредит сиёсатни олиб боришни эълон қилди ва нарх билан даромад устидан мажбурий назоратни жорий этди. Бунда чет эл марказий банклари кредит беришга рози бўлишди. 1967 йил майдан бошлаб, фунтга бўлган ишонч аста – секин суслаша борди. Девальвация бўлиши муқаррар бўлгач, ишсизликнинг ортиши ва тўлов баланси ҳолатининг ёмонлашуви вазиятни янаям кескинлаштирди. Ноябрь ойида бўлиб ўтган катта ҳажмдаги спекулятив операциялар валютани 2,40 долларгача девальвацияланишига олиб келди.

Франция франки инқирози (1968 - 1969).

1968 йил майида бўлган талабаларнинг оммавий чиқишлари мамлакат аҳолиси ўртасида тартибсизликни ошишига олиб келган. Натижада ишчилар гуруҳи билан ҳукумат ўртасида иш ҳақини соатбай тўланиши 11% га кўтариш ва меҳнат ҳафтаси давомийлигини қисқартириш бўйича келишувга эришилди. Бу капитални франкдан олтинга кўчиб ўтишига олиб келди. Франция ҳукумати нархлар устидан назоратни қатъийлаштирди, импорт бўйича чекловлари ва экспорт субсидияларини жорий этди, валюта операцияларига чекловларни киритди. Сентябрда бу меъёрлар кредит чекловларига алмаштирилди. Ноябрьда капиталнинг франкдан маркага оқиб ўтиши жадаллашди, ой охирига келиб эса асосий Европа валюта бозорлари ёпилди.

Бу даврда Франция валюта захираси 2,9 млрд. долларга қисқарди. Мамлакат давлат харажатларини камайтиришга мажбур бўлди ва эгри солиқларни кўпайтирди, тижорат кредити бўйича чекловларни жорий этди ҳамда фойз ставкасини кўтарди. Аммо тўлов баланси 1969 йилнинг олти ойи давомида кузатилган дефицитни пасайтириш учун бу тадбирлар етарли бўлмади. Банк кредитига чекловлар янада қатъийлаштирилди, лизингга харид бўйича талаблар оширилди, давлат инвестициялари бўйича харажатлар

музлатилди. Девальвацияни олдини олиш мақсадида Франция 2,3 млрд. доллар миқдорига қисқа муддатли кредитларни жалб қилди. Захира эса камайишда давом этар эди. Ниҳоят франк 11,11% га девальвацияланишга мажбур бўлди.

Доллар инкпрози (1960).

Бреттон Вудс валюта тизимининг муваффақиятли фаолият юритиши марказий банкларнинг интервенциялари ҳамда АҚШни бошқа давлат органлари билан олтин унциясини 35 долларга сотиш ва харид қилиш қобилиятига боғлиқ эди. Олтин захирасини кўпайтириб олган бошқа мамлакатлар тўлов балансининг ижобий сальдоси АҚШ тўлов балансига салбий таъсир эта бошлади. 1960 йилда Америка олтин захирасининг ликвидлиги белгиланган меъёрдан тушиб кетди. Бу эса олтин паритетини таъминлашга нисбатан шубҳани уйғотди.

Долларга нисбатан асосий тазйик Лондон олтин бозорида мужассамлашди. 1960 йил мартада Европа марказий банклари ва хусусий инвесторлар долларни олтинга алмаштиришлари натижасида олтин унциясининг нархи 35 доллардан юқорида қайд этилди. Англия банки нархни барқарорлаштириш учун олтинни сота бошлади, аввалига Америка газначилиги Англия Банки олдида захира талабларини бажаришга рози бўлмади. Шунинг учун октябр ойида олтин нархи кўтарилганида. Англия банки доллар фойдасига интервенцияни амалга оширмади ва ой охирида олтин унцияси 40 долларгача кўтарилди. АҚШ газначилиги Англия банкига олтинни сотишга рози бўлди ва интервенцияни амалга оширишга мажбур қилмади.

1960 йилда давлат бошига Кеннеди келиши билан олтин паритетига нисбатан қаршиликлар орта бошлади. Олтин захирасининг камайишини олдини олиш мақсадида, капитал ҳаракати бўйича чекловлар жорий этилди, мамлакат ташқи тўлов ҳолатини барқарорлаштиришга йўналтирилган чоралар кўрилди, пул – кредит сиёсати воситалари қайта кўриб чиқилди, долларни олтинга айирбошлаш тўхтатилди. Ва ниҳоят, валюта интервенциясига ФЗТ ҳам қўшилди.

Бреттон Вудс валюта тизимининг инкпрози (1971 – 73 йиллар).

1969 йилдаги девальвациядан сўнг Франция 1,7 млрд. долларга тенг дефицитдан 1970 йилда 2 млрд. долларлик профицитга чиқди, 1971 йилда эса бу кўрсаткич 3,4 млрд. долларни ташкил этди.

Валюта захираларида ижобий ўзгаришлар кузатилди. Бу асосан, пул массасининг ўсиши ва АҚШ тўлов баланси дефицити ҳисобига эришилди.

АҚШнинг экспансион сиёсати бозор кучларини тўла баҳоланмай қолган маркага йўналтирилди. Германияга капитал оқими янаям кучайди. 1969 йилда бўлиб ўтган сайловлардан кейин ҳукумат валюта бозори фаолиятини бир кунга тўхтатиб қўйди ва уни қайта очганда маркани долларга нисбатан эркин сузиб юрувчи курс асосида аниқланишини жорий этди. Марканинг спот курси ўсди ва 26 октябрда 9,29% лик ревальвация эълон қилинди. 1969 йил охирида капиталнинг чиқиб кетишига қарамасдан, 1970 йилда катта ҳажмларда хорижий маблағлар кириб кела бошлади, бунинг натижасида валюта захиралари сезиларли кўпайди.

1971 йил мартада баъзи Европа мамлакатлари ўз доллар захираларини олтинга алмаштиришни талаб эта бошлади. Тўловнинг амалга оширилиши АҚШ валюта захирасини сезиларли қисқартирди. 1971 йилдан бошлаб, капиталнинг оммавий чиқиб кетиши бошланди. Шу йилнинг 5 майида Европанинг етти мамлакати ўз валюта бозорларини ёпишга мажбур бўлишди, бошқа қитъалардаги яна беш мамлакат долларни таъминлашдан воз кечди. Марка, гульден ва Швейцария франки иштирокида битим тузиш тўхтатиб қўйилди. 9 майда Германия ва Голландия курсни белгиланган чегараларда ушлаб тура олмагани боис, ўз валюталарига нисбатан эркин сузиб юрувчи курс жорий этаётганларини эълон қилди.

Долларнинг маркага нисбатан девальвацияси иена масаласини кўтарди. Японияда капитал ҳаракатига нисбатан амал қилган чекловлар валюта бозорига долларни тақиқлашга қаратилган бўлсада, АҚШ ва Япония савдо дефицитига салбий таъсир этмаётган эди. Айнан шу икки томонлама савдо дисбаланси АҚШни 1971 йил 15 августидан валюта режимини ўзгартиришга мажбур қилди. Доллар конвертацияси вақтинчаликка тўхтатиб қўйилди.

Бундан сўнг бошқа мамлакатлар доллар захираларини ушлаб туришларини ёки уни бозор шароитида сотишларига мажбур қилди, бу эса уларнинг валютасини ревальвацияланишини англатар эди. Япониядан ташқари бошқа валюта бозорлари ёпилди. Япониянинг катъий белгиланган курсини ушлаб туришга қаратилган дастлабки уриниши 15 августдан кейин икки ҳафта давомида 4 млрд. долларни сотиб олишга мажбур қилди. Шундан сўнг иена эркин сузиб юрувчи режимга қўйилди, бу эса унинг курсини кўтарилишига

олиб келди. Бошқа валюталар ҳам 23 августда валюта бозорлари очилгач, эркин сузиб юрувчи курсга ўтишди. Шундай бўлсада, АҚШ ва унинг ҳамкорлари диққат марказида қатъий белгиланган курсни қайта тиклаш масаласи турар эди.

Валюта паритетини ўзгартириш юзасидан узоқ олиб борилган музокаралардан сўнг 1971 йил 17 – 18 декабрда Вашингтондаги Смитсон Институтида бўладиган учрашувни ташкил этишга келишилди. Келишувга мувофиқ, валюталар курси марказий курсдан 2,25% миқдорида тебраниши мумкин эди. Смитсон келишуви олтин унциясини 38 доллар қийматида қайд этди, бу эса бошқа валюталар қийматининг ошиши эмас, балки долларнинг қадрсизланишини англатар эди. Бу Бреттон Вудс тизимини ушлаб қолишга қаратилган сўнгги уриниш бўлди.

Смитсон келишувида қайд этилган марказий курслар бозор иштирокчилари ишончини қозона олмади. Олтиннинг Лондондаги баҳоси ўсди (8.1 – расмга қаранг). АҚШдаги пул массаси ва инфляция орта борди, тўлов ва савдо баланслари дефицити кескин ўсди. Голландия, Япония ва Германия капитал ҳаракати бўйича чекловларни қатъийлаштирди. 1973 йил 10 февралда Япония валюта бозорини ёпди ва доллар курсини таъминлашдан бош тортди. Навбатдаги музокаралар давомида, лира, иена, канада доллари, фунт, Ирландия фунти ва Швейцария франки эркин сузиб юрган бўлсада, янги марказий курслар белгиланди. Олтиннинг расмий баҳоси яна кўтарилиб, 42,22 долларда қайд этилди, олтинни бошқа валюталарга нисбатан қиймати эса ўзгаришсиз қолди. Бу ҳам вазиятга ижобий таъсир эта олмади. Натижада ривожланган мамлакатлар ўз валютларини долларга боғлиқлигини бекор қилди.

Замонавий валюта тизимидаги инқирозлар.

Европа валюта «илони».

Валюта «илони» режимини жорий этиш 1971 йил июн ойида режалаштирилган эди, аммо Бреттон Вудс тизимининг инқироzi натижасида, валюта бозорларида сезиларли тебранишлар кузатилаётгани боис, бу тадбир 1972 йил апрелига қолдирилди. Валюта «илони»нинг жорий этилишига асосий сабаб, доллар девальвация касрига қолганидан норози бўлган Европа мамлакатлари ўз валютаси қадрини ушлаб қолишга ҳаракат қилганлари ҳисобланади. Капитални оқиб келиши асосан марка ва Швейцария

франкига тўғри келган эди. Шунинг учун Европа валюта курслари иктисодиётнинг фундаментал ҳолатини акс этмасдан, АҚШ валютаси муаммоси таъсирига қолган эди. Германия тадқиқотчилари доллар заифлигидан келиб чиққан марка ревальвациясини иктисодий ўсиш суръатларининг сустлигида деб изоҳлашган. Шу сабабдан, валюта «илони» пул бирликларининг барқарорлигини таъминлашга хизмат қилади дея тахмин қилинган.

Валюта «илони»ни жорий этишнинг техник жиҳати бўлиб, Европа Иттифоқи валюталарини Смитсон келишувида белгиланган 2,25% меъёрдан чиқиб кетгани ҳисобланади. Тебранишни торайтиришдан мамлакат макроиктисодий ва пул сиёсатини яқинлаштириш ҳисобига эришиш кўзланган, бу эса ўз навбатида айирбошлаш паритетларини белгилаб қўйишга имкон бериши керак эди.

Миллий ҳукуматлар ўртасида бошқарув ваколатини валюта иттифоқиға ўтказиш юзасидан бирдамлик бўлмагани валюта «илони» режимининг самарадорлигиға шубҳа солар эди. 1978 йил декабрида валюта «илони» режимини Европа Валюта Тизими (ЕВТ)ға алмаштириш таклиф қилинди. Аввалги механизм камчиликларини қоплашға қаратилган ЕВТ 1979 йил мартида жорий этилди.

Чили валюта инқирози (1982).

Чили валюта курсини 1979 йил июнида долларға нисбатан 39 песо даражасида қатъий белгилаб қўйди ва уни 1982 йил июнидаги 18% ли девальвацияға қадар ушлаб турди. Қатъий белгилашдан кўзланган асосий мақсад, 1979 йилда йиллик 35%ни ташкил этган инфляция суръатларини сақлаб туришдан иборат эди.

Маълумки, қатъий белгиланган курсни муваффақиятли ушлаб туриш учун биринчидан, мамлакат ривожланишида инфляция даражаси паст бўлиши, иккинчидан, белгиланган курсни таъминлашда қатъийликни талаб этади.

Одатда, биринчи талаб тўлиқ бажарилмайди. Масалан, АҚШда истеъмол нархлар индекси 1976 йилдаги 5%дан 1977 йилда 6,6% кўтарилди ва 1978 йилдаги 9%дан 1979 йилда 12,7%ға етди. Улгуржи нархлар индекси ҳам деярли шу суръатларда ўсиб борди. Нархнинг ошиш суръатлари 1980 йилда ҳам давом этиб, 1981 ва 1982 йилларға келиб бироз сустлашди. Бундай инфляция песо барқарорлигиға таъсир этган омиллардан бири ҳисобланади. Бундан ташқари, песоға таъсир этган омил сифатида 1979 йилда АҚШ ҳукумати олиб борган антиинфляцион сиёсатни келтириш мумкин.

АҚШдаги узок муддатли фоиз ставкалар 1981 – 82 йилларда ўртача 13,3%ни ташкил этди, бу 1980 йилга нисбатан 2 фоизли кўрсаткичга баланд эди. 1980 – 82 йилларда доллар курсининг тушиши тўхтади: курс номинал қийматда 29%га ва реал қийматда 28%га кўтарилди, бундай ўзгаришлар Чили валютасига сезиларли таъсир этди.

Чилидаги савдо қилинадиган маҳсулотлар (tradable goods) нархи 1980 – 81 йилларда тушиши кузатилди. Савдода қатнашмаган маҳсулотлар (non-tradable goods) аксинча, иш хақи индексацияси таъсирида кўтарилди.

Молиявий эркинлаштириш ва қатъий валюта курси режимининг амал қилиши Чилига қисқа муддатли хорижий капитални жалб қилди. Фоиз ставкаси 1979 йилдаги 6,7%дан 1981 йилда 59,2% га кўтарилди. Песога бўлган талаб норезидентлар томонидан ошиб борди, бу песони долларга нисбатан 39га тенг қийматда ушлаб турилмаган ҳолатда долларнинг песодаги курси тушишига олиб келган бўлар эди. Номинал айирбошлаш курсини ушлаб туриш экспортчиларга салбий таъсир этиб, импортчиларни рағбатлантириши керак эди. Лекин амалда, экспортчиларнинг ҳолати яхши эди.

Маблағларнинг оқиб келиши Марказий банк стериллашган интервенцияси бўлмаганида пул базасини кўпайтириш керак. 1980 йилда база 1979 йилдагига қараганда 2/3 мартага кўп эди, 1981 йилда эса 10% га камайди ва 1982 йилда икки баробар ошди.

Чили ҳукумати мамлакат молия активларига бўлган талабнинг ошиши натижасида песо курсининг кўтариллиши олдини олиш мақсадида, хорижий валютани харид қила бошлади. 1980 йилда хорижий валюта 1/3 баробар кўпайди, 1982 йилга келиб эса ўзининг дастлабки (1979 йилдаги) қийматигача тушиб кетди. Хорижий валютанинг оқими стериллашмагани туфайли пул массаси тез орта бошлади.

Қатъий курсни ушлаб туриш натижасида савдода қатнашаётган маҳсулотлар рақобатбардошлигини тушиши тўлов баланси дефицитининг ортишига олиб келди. 1981 йилда савдо баланси ЯИМга нисбатан 10% ни ташкил этди. Дефицитни молиялаштириш мамлакатга капитал оқиб келаётган бир пайтда катта муаммо туғдирмас эди. Капиталнинг оқиб кириши тўхташи билан давлат валюта захираларини сота бошлади. Бунда ички кредитларни хориждан долларда жалб қилинган песодаги маблағлар ҳисобига тақдим этган банклар инқироз ҳолатига келиб қолди.

1981 йилнинг охирида Чилида рецессия жараёни бошланди. Саноат ишлаб чиқариш 1981 йил ўрталаридан 1982 йил июнигача кескин тушиб кетди. Ишсизлик 30%гача кўтарилди, савдо дефицити кўпайди, валюта захиралари қисқарди, ички кредит янада кенгайди. Инфляциянинг ошиши песони қатъий белгиланган валюта курсидан воз кечишга мажбур қилди. Чилига капитал оқими тўхтади, бунга мамлакат иқтисодий аҳволининг ёмонлашуви ва АҚШ реал фоиз ставкаларининг ошгани сабаб бўлди.

1982 йил охирига келиб, Чилида катта ҳажмда девальвация бўлди ва песо 73,43 қийматга эга бўлди.

Мексика песосининг девальвациялари.

Мексикадаги девальвация кетма – кет уч маротаба 1973, 1976 ва 1982 йилларда бўлиб ўтган. Барча валюта инкирозлари макроиқтисодий сиёсатни белгиланган валюта режимига мос келмаганлиги натижасида юз берган.

1976 йил инкирози.

1972 йилда Мексикада талабни рағбатлантириш сиёсати олиб борилгани боис циклик жонланиш бошланди. Бюджет дефицити 1971 йилдаги ЯИМ нисбатан 2,5% ни ташкил этган бўлса, 1975 йилда бу кўрсаткич 10%гача кўтарилди. Уни молиялаштириш марказий банк кредити ҳисобига амалга оширилар эди. Пул массасининг ўсиш суръатлари 1971 йилда 19,6% ни ташкил этган бўлса, 1975 йилда 33,8% гача кўтарилди. 1974 – 76 йилларда ташқи қарз дефицитни молиялаштириш учун асосий манбага айланди, аммо пул массаси ўсишда давом этар эди. 1973 – 74 йилларда инфляция кўрсаткичи 20%дан ошиб, хусусий инвестициялар ҳажми қисқарди.

12,5 песога тенг бўлган номинал курс бўйича импортнинг реал нархи тушди ва ҳажми кўпая бошлади. Экспорт эса унинг нархи кўтарилгани учун қисқара бошлади. Тўлов баланси дефицити 1971 йилдаги 1 млрд. доллардан 1975 йилга келиб 4,4 млрд. долларга тенг бўлди ва ЯИМнинг 5,5% улушини ташкил этди.

Эчеверри раҳбарлиги остидаги ҳукумат инфляциянинг ошишини жаҳон нархлари кўтарилиши ва экспортнинг қисқаришини чет мамлакатлар рецессияси билан боғлаб, талабни рағбатлантириш сиёсатини давом эттирди. Импортга чекловлар жорий этилди, аммо валюта захираларининг камайиши натижасида ҳукумат песо курсини эркин сузиб юривчи деб эълон қилди. Инфляция йиллик 27% га кўтарилди. Октябр ойида песо долларга нисбатан 23 қийматгача

девальвацияланди. Сўнгра Мексика ХВФ билан қисқа муддатли кредитларни такдим этиш юзасидан музокараларни бошлади.

1982 йилдаги инқироз.

Портильо раҳбарлигидаги ҳукумат (1977 – 82) аввалига ХВФ тавсияларига асосланган ҳолда тузилган иктисодиётни рағбатлантириш дастурини маъқуллаган эди. 1977 йилда Мексиканинг нефть захиралари 16 млрд. баррельгача кўтарилди. бу ХВФ билан келишилган дастурдан воз кечишга имкон берди.

1977 – 81 йилларда иктисодий ҳолатнинг яхшиланиши мос даромад билан мустаҳамланмаган давлат харажатларининг ошиши ҳисобига эришилган эди. Катта ҳажмдаги бюджет дефицити тўлов балансига салбий таъсир этди. Савдонинг эркинлашуви ва айирбошлаш курсининг ўсиши импорт маҳсулотлари нарҳини пасайтирди ва тўлов баланси дефицитини кучайтирди. 1981 йилда аксарият истеъмол товарлари ва капитал шаклидаги маҳсулотлари импортига квоталар белгиланган бўлсада, импорт 15,2%га ўсди. Нефть экспортдан тушаётган доллар тушуми 1978 – 1981 йилларда сезиларли ошди, лекин қолган экспортдан тушум айирбошлаш курсининг ўсиши таъсирида сезиларли қискарди.

Тўлов балансининг жорий ҳисоби дефицитининг ўсиши ташқи қарзнинг ошиши (1981 йилда 80 млрд. долларга етган) ҳисобига молиялаштириляётган эди, бундан 50-83% улуши капиталниг чиқиб кетишини қоплашга йўналтирилган эди. Давлат сектори қарзи хусусий сектор қарзидан икки ярим баробар кўпни ташкил этди. 1981 йилда қарзни, жумладан, қисқа муддатли қарзни тўлаш 80% микдорда жалб этиляётган капитал маблағлар ҳисобига қопланаётган эди.

1981 йил ўрталарида девальвация бўлиши муқаррар эди, аммо бюджет харажатларига ҳеч қандай чекловлар белгиланмаган, шунинг учун ташқи қарз катта фоизлар ҳисобига ошиб борди. 1982 йил 17 февралда 40%ли девальвация эълон этилгач, иш ҳақи 30%га оширилди. Бюджет ва пул экспансияси давом этиши натижасида давлат қарзининг ҳажми ЯИМнинг 17,6%га етди. Икки поғонали валюта курси тизимининг жорий этилиши капитал чиқиб кетишини тўхтата олмади. 1 сентябрда банк тизими миллийлаштирилди ва валюта чекловлари жорий этилди. Давлат ва Хусусий сектор қарзини тўлаш тез фурсатда тўхтади.

1982 йил охирига келиб, Мексика иктисодиёти чуқур рецессия ҳолатига тушди. Ишлаб чиқариш ҳажми реал қийматда тушиб

кетди, доллар айирбошлаш курси эса икки баробар ошди. Бу ҳолда хорижий кредитлар ишлаб чиқаришни инвестициялашга ишлатилганида эди, Мексика бу инқирозга учрамаган бўларди. Бунинг ўрнига қарз маблағлари капитални чиқиб кетиши ва давлат эҳтиёжларига йўналтирилди.

ЕВТ инқирози (1992 – 93).

ЕВТ мамлакатлари ичида Германия марказий ўринда бўлган. ЕВТнинг бошқа мамлакатлари ўз валютасини маркага боғлаган эди.

1990 йилда Германиянинг қўшилиши билан бюджет дефицити таъсирида юзага келган инфляция суръатларини пасайтириш учун Бундесбанк пул – кредит сиёсатини қатъийлаштирди. Германиядаги юқори фоиз ставкалари долларнинг заиф мавқеи билан ФРГга капитал оқимини таъминлаб берди. Марка курси янаям кўтарилди бошлади. ЕВТ фаолиятини давом эттириш учун бошқа мамлакатлар инфляцияни марка даражасидан тушириши ёки ўз валюталар курсини ўзгартиришлари керак эди. Аммо улар қатъий пул – кредит сиёсатини олиб боришни ва валюталари девальвациясини амалга оширишни хоҳламадилар. Аммо бозор охир оқибат девальвация қилишга мажбур қилди.

1992 йил биринчи чорагида ЕВТга кирмаган Испания, Португалия, Англия, Италия, Швеция ва Финляндияда бошланган рецессия аъзо мамлакатларга кўпгина валюталар курсининг юқорилаганини ҳисобга олишга имкон берди. Биринчилардан бўлиб Италия лираси тазйиққа учради. Италия валюта захираси 1992 йил февралдан қисқариб борди, айниқса июл ойида захиралар чиқиб кетиши сезила бошлади. Лирадаги облигациялар нархи спот каби фьючерс бозорида ҳам туша бошлади. Италия депозитларни солиққа тортишни жорий этиши ва ҳукуматнинг ташқи қарз бўйича мажбуриятдан воз кечиши захираларнинг қисқариши янада кучайди. Муди'с (Moody's) Агентлиги Италия рейтингини АА1дан АА3га туширди. 28 августда лира тебранишлар коридори ичида минимал имконият билан котировкаланди. Бир ҳафтадан сўнг Италия Банки курс паритетини ушлаб туриш учун фоиз ставкасини йиллик 15%гача кўтарди .

25 февралда фунт курси катта ҳажмда ўтказилган интервенцияларга қарамасдан кўтарилиши кузатилмади. Белгиланган паритетни сақлаб туриш мақсадида Англия Банки евробозордан 14,5 млрд. долларга тенг миқдордаги марқада қарз маблағларини жалб қилди.

Сўнгра, спекулятив тазйиққа Финляндия маркаси ва Швед кронаси учради. 1991 йил ноябрида Финляндия ҳукумати собик Иттифоқ билан савдо муносабатларининг таназзул бўлиши натижасида пул бирлигини 12%га девальвациялашга мажбур бўлди. Захиралари қисқариб кетган ва қисқа муддатли фоиз ставкаларини кўтаришни нистамаган Финляндия Марказий банки 8 сентябрда валютага нисбатан эркин сузиб юрувчи курсни жорий қилди. Марка қийматининг 13% га қадрсизланиши ЕВТ нинг бошқа мамлакат валюталарини бозор қийматидан четлашишига таъсир этиши аниқ эди.

Финляндиядан фарқли ўлароқ, Швеция бир кунлик кредитлаш бўйича фоиз ставкасини 75%гача кўтарди ва захираларни тўлдириш учун маркада қарз олди. Фунт ва лира ҳам шу каби ҳужумлар таъсирида қолди. Бозор иштирокчиларида Англия валюта сиёсатининг қатъийлигига ишончи сустлашиб борди. Италия бу ҳолатга ўз маблағлари ва Европа марказий банкларидан жалб қилинган маблағлар ҳисобига интервенция билан жавоб берди. Интервенция ҳажми Франкфуртда 24 млрд. марка ва бошқа валюта бозорларида 60 млрд. маркани ташкил этди. Шунга қарамасдан, Италия 13 сентябрда лирани маркага нисбатан 7%га девальвациялашга мажбур бўлди. 14 сентябрда Бундесбанк беш йил давомида илк бор икки асосий фоиз ставкани туширди.

Бир савдо кун ичида лира ва фунт котировкалари тебраниш коридоридан пастда бўлиб қолди. Тахминларга кўра, Англия Банки ўша кун и 15 млрд. долларни йўқотган экан. Шу билан бирга Испания песетаси ҳам спекулятив тазйиқ остида қолди ва унинг қиймати марказий курсдан пастга тушиб кетди.

16 сентябрида Англия Банки кредитлашнинг минимал фоиз ставкасини 10%дан 12% га кўтарди. Фунт энг кам белгиланган қийматдан тушиб кетгани учун вақтинчалик ЕВТдан чиқарилди, 19 сентябрда эса батамом тизим таркибини тарк этди. Италия ҳам ЕВТдан чиқиб кетди, песета эса тизим доирасида 5%га девальвацияланди.

Швеция ҳали девальвацияга тайёр эмас эди ва марказий банк кредитлаш фоиз ставкасини йиллик 500%гача кўтариб кўйди. 20 сентябрга келиб, бу даврда девальвацияланмаган бошқа мамлакат валюталари белгиланган минимал қиймат даражасига келиб қолган эди. Англия Банки кредитлаш ставкасини йиллик 10% гача туширди. 21 сентябрда эса фоиз ставка қиймати 9%га етди. Ирландия

Банки кунлик кредитлашнинг йиллик фоиз ставкасини 300%га кўтарди.

23 сентябрда Франция франкига қарши спекуляция бошлангач, Франция Банки ва Бундесбанк катта ҳажмда интервенция амалга оширдилар ва саросима тўхтатилди. 1993 йил 4 январда франк яна бир бор энг куйи чегарага тушиб қолди, лекин икки марказий банклар унга кўмак беришга тайёр эканлигини билдиришди.

Ноябрда швед кронаси навбатдаги тазйикқа учради, Риксбанк курсни таъминлашни рад этди. Банк курсни эркин тебранишига йўл кўйиб берди ва асосий фоиз ставкани йиллик 12,5%гача туширди. Норвегия кронаси 10 декабрдан эркин сузишга ўтди. 22 ноябрдан Испания ва Португалия марказий курсларини 6% га туширдилар. Пунт кадрсизланиши олдини олиш мақсадида, Ирландия Банки 26 ноябрдан 2 декабригача кунлик кредитлаш ставкасини йиллик 100% гача кўтарди. Январ бошида ставка янада кўтарилди, 30 январда пунт 10% га девальвация қилинди.

Спекулятив ҳужумлар 1993 йил бошига келиб тўхтади. Аммо 13 майда песета яна бир бор тазйикқа учради ва 5% девальвацияланди. Худди шу ҳол Португалия эскудоси билан содир бўлди.

30 июлда ЕВТ барча валюталари маркага нисбатан минимал даражада яқинлашдилар. 1 августдан ЕВТ нинг амал қилиш схемаси ўзгартирилди ва эркин сузиб юришга деярли яқинлашиб қолди. Тебраниш даражаси марказий курсдан 15%га кенгайтирилди. Фақатгина марка ва Голландия гульдени курси ўзгартиришсиз қолди.

1.3.3. Валюта инқирозлари таълимотининг ривожланиши

150 йилдан ортиқ ўрганиб борилаётган молиявий ва пул (циклик ва тузилмавий) инқирозлари юзасидан турли қарашлар ва фикрлар билдирилган. Ссуда капиталнинг етарлигидан ортиқ миқдори йиғилиб бориши аста – секин инқироз жараёнларини ривожлантириб боради. Ссуда капиталининг кадрсизланиши авваламбор, пул инқирозида акс этади, бу эса ўз навбатида, молиявий хусусият касб этади.

Нисбатан жиддий валюта инқирозлари „узун тўлқиннинг депрессив фазаси ёки якуний барқарорлик фазасида юзага келган. Бреттон Вудс валюта тизими инқирози барқарорлик тўлқинидан тушиш фазасига ўтиш даврида бўлган ва 1971 – 1973 йилларни ўз

ичига олган. 1990 – йилларда юзага келган Европа валюта тизими (1992 - 93), Мексика (1994 йил), Осие (1997 – 98 йиллар), Россия (1998 йил), Бразилия (1999 йилда) инқирозлари 1991 йилда бошланган ва одатда 8 – 23 йил давом этадиган депрессив фазага тўғри келади. Узун тўлқинлардан ташқари, 7 – 11 йил давом этадиган ўрта тебранишларни ҳам ажратиш мумкин. Иқтисодий ўсиш ҳар доим ўрта муддатли циклда юз беради, шунинг учун ҳам узун тўлқиннинг қуйи нуктаси ўрта тўлқиннинг инқироzi ёки депрессия нуктаси билан тўғри келади.

1971 – 73 йиллардаги инқироз 1973 – 75 йиллардаги инқирозни бошлаб берган. 1990 – йиллар инқироzi ўз ичига 1979 – 1988 йилларни олган, навбатдаги ўрта тўлқинни якунлаб берди.

Америкалик иқтисодчи Х.Ф.Мински томонидан 1970 – йилларда ишлаб чиқилган **молиявий беқарорлик гепотезаси** бозор иқтисодиётига ҳос асосий молиявий муносабатларни ҳисобга олган ҳолда ишлаб чиқилган. Гипотезага мувофиқ: бозор иқтисодиётида кечаётган ички жараёнлар беқарорликка олиб келувчи молиявий зиддиятларни юзага келтиради; заиф бўлган молиявий тузилмада молиявий инқирозни вужудга келтирувчи нарх ва қиймат нисбатлари бозор иқтисодиётига ҳос хусусият ҳисобланади.

Молиявий беқарорлик гепотезасининг асосий хулосаси самарали макроиқтисодий сиёсатни олиб бориш учун бозор иқтисодиётига ҳос чегара ва камчиликларни аниқ баҳолаб олиш кераклигидадир. Мамлакат иқтисодиёти классик бозор иқтисодиёти тамойиллари асосида шаклланадиган экан молиявий беқарорликка учраш эҳтимоли ўсиб боради.

Гипотезанинг иқтисодий назария учун аҳамияти икки элементда намоён бўлади. Биринчидан, гипотеза микроиқтисодий самарадорлик ва макроиқтисодий барқарорлик ўртасида зиддиятни акс этади. Бу зиддиятни бартараф этиш учун Мински молиявий динамиканинг тизимли таҳлилини амалга оширди. Таҳлилга кўра, иқтисодий субъектларнинг турли хил тебранишларга муносабати ҳолатни янада кескинлаштиради, уларнинг мустақил фаолият олиб бориши фоиз ставкасини беқарорлиги ва активлар нархини турли йўналишларда тебранишларга сабаб бўлади. Иккинчидан, бу назария Миллер – Модильяни моделида ўз ифодасини топган молиявий левераж самарадорлик гипотезасида тавсифланган молиянинг нейтраллик концепциясини инкор этади.

1997 йилда Япония иктисодиётининг инқирози Мински гипотезасининг амалий мисоли ҳисобланади. 1985 йилдан бошлаб, Япония унинг моделига асосланган эди. 1985 йилда Плаза Шартномасини (Plaza Accord) имзолагач, иена курси кескин ошиши юз берди, буни «ташқи экзоген шок» деб аташ мумкин. Бу ҳолатдан чиқиш учун Япония «арзон пул» сиёсатини олиб борди, бу ўз навбатида фонд бозорига тазйиқ ўтказган кредит экспансиясига сабаб бўлди. 1990 – йилларда экспансион моделдан четлашилди ва кредит сиёсати қатъийлаштирилди.

1997 йилда Японияга қўшни жануби-шарқий мамлакатлар кенг қўламдаги валюта инқирозига учрашди. Кейинчалик валюта инқирози Россияга (1998 йил) ва Бразилияга (1999 йилда) кўчиб ўтди. Бундан ташқари, бу мамлакатлар инқирознинг энг куйи ҳолати – инвесторларнинг давлат молия сиёсатига ишончининг йўқолиши юз берди.

Валюта инқирозлари борасида олиб борилаётган изланишлар, айниқса сўнгги йигирма – ўттиз йил давомида авж олмоқда. Мамлакат тўлов балансининг ёмонлашуви валюта инқирози юзага келтирувчи асосий сабаблардан бири ҳисобланади. Мамлакат тўлов балансининг дефицити (тўлов балансининг салбий сальдоси) иқтисодиётни барча субъектлар эҳтиёжини кондира оладиган даражада хорижий валютани ишлаб топишга қобилияти пастлигидан далолат беради. Ўтиш иқтисодиётига эга ва айирбошлаш курси эгилувчан бўлмаган мамлакатда хорижий валютага доимий дефицит, миллий валютанинг кескин тушиши – валюта инқирозига олиб келади.

Сўнгги йилларда яратилган модел муаллифлари (J.P. Morgan, CSFB, Lehman Brothers инвестицион банклар) инқирозни миллий валюта реал курсининг 10%дан ортиқ бўлган девальвацияси харид қобилияти паритети (ХҚП) сифатида тавсифлашади. Инқирозларнинг макроиктисодий истикболини таҳлил қилиш узоқ муддатли стратегияни ишлаб чиқиш учун ҳар бир иқтисодий субъектга жуда муҳим ҳисобланади.

Валюта инқирозларини тадқиқ қилиш дастлабки – содда ва мукамал моделга асосланган. Ҳозирги кунда, аксарият тадқиқотлар шу моделларга асослансада, бир қанча баҳс,– музокаралар диққат марказини эгаллаган.

Бу баҳслар натижасида, янги шаклдаги модел юзага келди. Бу моделларнинг муаллифлари аввалги назарияларни мақуллаган

ҳолда, валютаси девальвацияланаётган мамлакат иқтисодий сиёсатида фундаментал муаммолар мавжудлигига эътибор қаратган.

Янги шаклдаги модел дастлаб бошқа сабаблар (психологик омил) таъсирида юзага келган инқирозларни тавсифлайди: а) ўз – ўзини пайдо қиладиган (self-fulfilling) инқироз; б) инвесторларнинг оммавий ҳаракати; в) йирик бозор операторлари спекуляциялари. Психологик инқироз тушунчаси «эпидемия»ни келтириб чиқаради, бу ўз навбатида валюта бозори қатнашчиларини бошқа мамлакат пул бирликларига талабнинг кучайишига олиб келади.

1.4. Ўзбекистон Республикасида валюта муносабатларининг ҳуқуқий асоси

Ҳар қандай миллий валюта тизимининг самарадорлиги мазкур мамлакат иқтисодиётининг ишлаш қонуниятларини шаклланиши билан боғлиқ. Бунинг учун тўлов балансини мустаҳкамлаш асосида иқтисодиётнинг ташқи рақобатбардошлигини таъминлаш зарур. Бу мақсадга эришиш мос валюта тартибини танлашни талаб қилади.

Ташкилий чора – тадбирлардан ташқари, миллий валюта тизимини самарали ишлашини таъминловчи омил бўлиб, унинг ҳуқуқий асоси ҳисобланади ва у тижорат банкларига қонун асосида валюта операцияларни бажаришга имкон беради.

Ҳозирги кунда Ўзбекистон ҳудудига тижорат банклари томонидан валюта операцияларни амалга ошириш борасида ҳуқуқий асос бўлиб, «Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тўғрисида», «Банклар ва банк фаолияти тўғрисида», «Валютани тартибга солиш тўғрисида» Қонунлар, Президент фармонлари ва Ҳукумат қарорлари, Марказий банк йўриқномалари меъёрий ҳужжатлар ҳисобланади. Бу ҳужжатларнинг мақсади мамлакатда валюта операцияларини амалга оширишни тартибга солишдир.

Республикамизда шаклланаётган банк - молия, валюта тизимимиз эмиссион банк, тижорат банклари, валюта бозорлари (валюта биржаси ва биржадан ташқари валюта бозори), инвестицион компаниялар, суғурта компаниялари ва бошқа молиявий институтларнинг бўлишига замин яратмоқда.

1991 йилда қабул қилинган Ўзбекистон Республикасининг «Банклар ва банк фаолияти тўғрисида»ги қонунга мувофиқ, содик Иттифок Давлат банкининг Ўзбекистон бўлими Ўзбекистон Республикаси Давлат банкига айлантирилди ва 1992 йилда аса

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки мавқеи берилди. Чет эл инвестицияларини жалб қилиш ва экспорт - импорт операцияларини рағбатлантириш мақсадида, Ташқи Иқтисодий Фаолият Миллий банки ташкил қилинди. Шу аснода банк тизимининг иккинчи поғонасида турган тижорат банклари сони орта бошлади.

Шулар билан бир қаторда, валюта операциялари бозорини кенгайтириш ва ривожлантириш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Валюта биржаси ташкил қилинди. Унда 1993 йил 15 апрелдан хорижий валюталар билан доимий сотиш бўйича савдолар амалга оширила бошланди. 1993 йил давомида биржа орқали 2 млн. АҚШ доллари сотилган бўлса, 1994 йили бу кўрсаткич 10 млн. АҚШ долларидан ортиб кетди. 1993 йил сентябрдан валюта биржасида кредит ресурслари аукцион ташкил қилина бошланди. 1994 йилнинг иккинчи ярмидан бошлаб, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ушбу аукционларга марказлаштирилган кредит ресурсларини кредит бозорини ривожлантириш мақсадида жойлаштира бошлади⁹.

Ҳар хил молиявий жамғармалар ва сугурта компаниялари тузилди, улардан бири бўлмиш «Ўзбекинвест» сугурта компанияси хорижий инвестицияларни сугурталаш билан шугулланиш мақсадида ташкил қилинди. Бундай компаниялар ва жамғармалар ташкил қилишдан асосий мақсад мустақил республикамизда хорижий инвесторлар учун ижобий инвестицион клим яратиш эди.

Бундай чора - тадбирларни амалга оширишда халқаро молия институтларининг техникавий ва молиявий ёрдамлари жуда катта бўлди. Бу ўринда энг аввало Халқаро Валюта Фонди ва Жаҳон банки ёрдамларини алоҳида кўрсатиш зарур. 1995 йили, Халқаро Валюта Фонди томонидан 72,2 млн. АҚШ доллари миқдорида давлатнинг тизимли ислохотлар режасига асосан, кредит ажратилди ва кредит миллий валюта барқарорлигини ва тўлов балансини қўллаб қувватлашга сафарбар қилинди. Ташқи иқтисодий алоқаларни кенгайтириш, миллий валюта қадрини ошириш учун Жаҳон банки томонидан 160 млн. АҚШ доллари миқдоридаги реабилитацион кредит ажратилди¹⁰.

⁹ Ачилов М.Ф., Безбородов А.Г., Газибеков Д.Г., Котов В.А., «Проблемы интеграции банковской системы Узбекистана в мировое банковское сообщество», Ташкент 1999, «Молия» стр. 8.

¹⁰ Ачилов М.Ф., Безбородов А.Г., Газибеков Д.Г., Котов В.А., «Проблемы интеграции банковской системы Узбекистана в мировое банковское сообщество», Ташкент 1999, «Молия» стр. 172

Ўзбекистон Республикасининг «Чет эллардан қарз олиш тўғрисида»ги қонуни ушбу йўналишда амалга ошириладиган операцияларни ҳуқуқий асосини яратиб берди. Шу қонунга асосан республикада банкларига, ташкилотларига ва корхоналарига хориждан қарз маблағларни жалб қилган ҳолда уларни реал сектор ривожланишига сафарбар қилишга имкон яратди. Ўзбекистон Республикаси Ҳукумати томонидан қабул қилинган ва қилинаётган қарорлар, ҳуқуқий - меъёрий ҳужжатлар хорижий инвесторларнинг мамлакатимиз иқтисодига инвестиция киритишларига кафолатлар ва бир қатор имтиёзлар яратилмоқда.

Шундай чора-тадбирларнинг амалга оширилиши натижаси ўлароқ шундай ишлаб чиқариш жабҳалари, янги соҳалар ташкил қилинмоқдаки, булар ўз навбатида республикада учун зарур бўлган валюта тушумлари миқдорини оширишга ва хориждан импорт қилинадиган товар моддий бойликлар харидига сарф қилинадиган валюта захираларимизни иқтисод қилишга замин яратмоқда. Мисол учун қарайдиган бўлсак, ҳаммамизга маълумки республикада ер ости табиий бойликларга бой мамлакат ҳисоблансада, 1994 йилда нефт маҳсулотлари хариди учун республикада олтин - валюта захираларидан 700 млн. АҚШ долларини миқдоридан харажат қилинган. Бу кўрсаткич республикада жами импортнинг 25 фоизини ташкил қилган¹¹. Ҳукуватимиз томонидан олиб борилган сайъи-ҳаракатлар натижасида нефт маҳсулотларига бўлган ички талабни ҳозирда тўлиқ ўзимизда ишлаб чиқарилаётган нефт маҳсулотлари билан таъминлаётганимиз, республикада олтин валюта захираларининг ушбу йўналиш бўйича иқтисод қилинаётган қисми, иқтисодимизнинг валютага талаби бўлган бошқа йўналишларига ишлатилаётгани нақадар ижобий ҳолатлиги ҳаммамизга маъқул бўлса керак.

Валютани тартибга солиш ва валюта назоратини назарда тутовчи меъёрий ҳужжатларни мамлакатимизда олиб борилган валюта сиёсати талаблари асосида қайта кўриб чиқилди. Валюта сиёсатининг асосий талаблари қуйидагилардан иборат эди:

- миллий валюта барқарорлигини таъминлаш ва ишлатиладиган валюта захираларини шакллантириш;
- миллий валюта бозорини ривожлантириш ва валюта конвертациясига эришиш учун замин тайёрлаш;

¹¹ «Рынок, деньги и кредит», 2001г., №8 выпуск, стр. 10

• экспорт ҳажмини ошириш учун зарурий шарт-шароитларни шакллантириш;

• самарали валюта назорати тизимини шакллантириш.

Бунда хорижий давлатларнинг тажрибаси, уларни бизда қўллаш мумкинлиги нуқтаи - назаридан чуқур таҳлил қилинар ва мумкин бўлган ҳолларда қўлланиларди.

Ўзбекистон Республикасида валютани тартибга солиш тизими ташкил топиши 1991 йилдан, яъни «Ташқи иқтисодий фаолият тўғрисида» ва «Ўзбекистон Республикасида хорижий инвестициялар тўғрисида»ги Ўзбекистон Республикаси қонунларининг қабул қилиниши билан бошланди¹².

Ўша даврда Марказий банк ва ТИФ Миллий банкигина валюта айрибошлаш шаҳобчаларига эга бўлишлари мумкин бўлганлиги сабабли, дастлабки валюта айрибошлаш тўғрисидаги йўриқнома ҳам «Ўзбекистон Республикаси Марказий банки валюта айрибошлаш шаҳобчаси тўғрисида» деб номланарди. Республикамиз тижорат банкларига валютада операцияларни амалга ошириш учун лицензия бериш тартиби тўғрисидаги 1993 йил 26 майдаги №31 сон Марказий банки хати билан амалга тадбиқ қилинди. Шу каби қабул қилиниб, амалиётга тадбиқ қилинган ўша вақтдаги валютавий йўриқномаларнинг барчаси содда ва тўлиқ ишланмаган бўлиб, миллий валюта конвертацияси таъминланмаганлик нуқтаи – назаридан, ўтиш жараёнига мос келадиган шаклда ишлаб чиқилган эди.

Валюта бозорини ривожлантириш учун зарурий шарт шароитлар яратиш мақсадида, Марказий банк Молия вазирлиги билан ҳамкорликда 1994 йилнинг март ойида «Ўзбекистон Республикаси Марказий банкига корхона, ташкилот ва муассасаларнинг хорижий валютадаги тушумларининг муайян қисмини мажбурий сотиш тартиби» тасдиқланган. Унга мувофиқ, хорижий валютадаги тушумнинг 15%ни солиққа тортиш билан бирга, 15%ни Марказий банкка сўм эвазига айрибошлаш шарти билан мажбурий сотиш белгиланган.

Бу тартиб аввалроқ амалда бўлган тизимга нисбатан бир қатор имтиёزلарга эга эди. яъни олдинги тартибга нисбатан корхоналар томонидан ўз маҳсулотларини экспорт қилишларига қизикишларини кучайтирди ва Марказий банкнинг валюта фондини шаклланишига шароит яратди. Бекор бўлган тартиб бўйича валюта

¹² М.Юлдашев, П.Жумасев. «Правовые основы валютного регулирования в Республике Узбекистан». «Рынок, деньги и кредит», 2001 г., №8, стр.62

тушумининг 35% республика валюта фондига ва ҳокимиятлар маҳаллий валюта фондларига қоплашсиз солиқ сифатида ундирилди.

Бу йўлдаги кейинги кадам бўлиб, хорижий валюта тушумига солиқ солишни бекор қилиш ва Марказий банкка валюта тушумининг 30%ини мажбурий сотиш киритилиши ҳисобланди. 1995 йил 21 декабрдаги «Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тўғрисида»ги Қонунга мувофиқ, республиканинг расмий олтин - валюта захираларини саклаш ва бошқариш Марказий банкнинг функцияларидан бири қилиб белгиланди.

1997 йил январидан бошлаб, марказлашмаган экспортдан тушган валюта тушумининг муайян қисмини бевосита корхона ва ташкилотларга хизмат кўрсатаётган ваколатли банкларга мажбурий сотиш амалга оширилмоқда (ҳозирги вақтда марказлашмаган экспортдан мажбурий сотиш 50% миқдорида белгиланган).

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1994 йил 20 апрелдаги «Экспорт - импорт операциялари бўйича валюта назоратини таъминлаш юзасидан чора - тадбирлар тўғрисида»ги ва 1995 йил 11 апрелдаги «Экспорт - импорт операцияларини тартиблаш бўйича қўшимча чора - тадбирлар тўғрисида»ги Фармонларини бажариш юзасидан Марказий банк Давлат Солиқ Қўмитаси билан ҳамкорликда республика хўжалик юритувчи субъектларнинг хорижий шерикларидан валюта тушумини тўлиқ тушишини таъминлашга йўналтирилган экспорт шартномаларини ҳисобга олиш тизими ишлаб чиқилди ва доимий равишда такомиллаштирилмоқда.

Таъкидлаш лозимки, чоп этилган Президент Фармонларида хўжалик юритувчи субъектлар ва ваколатли банклар томонидан экспорт - импорт операцияларида валюта тушуми ва товарларни республика ҳудудига келишини кафолатлайдиган халқаро ҳисоб - китоб шаклларида фойдаланиш кўзда тутилган. Экспорт - импорт операциялари бўйича назорат тўғрисидаги низом тасдиқланди, солиқ органлари, божхона хизмати ва ваколатли банк муассасалари ўзаро ҳамкорликда валюта назоратини амалга ошириш масалалари юзасидан тартиб ишлаб чиқишди.

Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1994 йил 7 октябрдаги 499 - сонли «Ўзбекистон Республикасида валюта бозорини ривожлантиришга қўшимча чора - тадбирлар тўғрисида»ги қарорига мувофиқ, 1994 йил 15 октябрдан бошлаб республика ҳудудида, шу жумладан, хорижий фуқароларга эркин айрибошланадиган валютада савдо қилиш ва хизмат кўрсатиш

катъиян ман этилиши бевосита миллий валютамизни оёққа туришига замин яратди. Ўзбекистон Республикасида юридик шахс - резидент ва норезидент ўртасида барча тўловлар ва ҳисоб — китоблар фақат миллий валюта - сўмда амалга оширила бошланди.

1996 йилда эркин айрибошланадиган валютадаги инвестицион лойиҳаларни кредитлаш масалаларини тартибга солувчи меъёрий ҳужжатларнинг чоп этилиши ва сўнгра ваколатли банклар томонидан кичик бизнес субъектларини хорижий валютада микрокредитлаш тартибини қабул қилишдан кейин корхоналар ва хусусий тадбиркорлар экспортга йўналтирилган ишлаб чиқишни ривожлантириш мақсадида қўшимча валюта ресурсларидан фойдаланиш имкониятига эга бўлдилар.

Шу билан бирга, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1996 йил 13 мартдаги 95-сонли «Ташқи савдо операцияларини амалга оширишда хорижий валютадаги маблағлардан фойдаланиш устидан назоратни такомиллаштириш чора тадбирлари тўғрисида» ги ва 1996 йил 19 ноябрдаги 405 сонли «Халқ истеъмоли молларини импорт қилишда марказлашган валюта ресурсларидан фойдаланиш самарадорлигини ошириш тўғрисида» ги қарорларига мувофиқ, жаҳон бозори талабига жавоб бермайдиган сифатсиз ва норақобатбардош маҳсулотлардан ички бозорни ҳимоя қилиш, маҳсулотлар импорти сифатини ошириш юзасидан чора - тадбирлар амалга оширилди. Валютани тартибга солиш шартлари, шу жумладан, конвертация тартиб - қондаси айна шундай молларнинг кўплаб келтирилишига тўсқинлик қилди¹³.

1997 йилдан бошлаб, республикада биржадан ташқари валюта бозорини ривожланиши ва барқарор фаолият юритиши юзасидан кетма - кетликда зарурий чора - тадбирлар амалга оширилмоқда. Бунда сўм маблағларни эркин айрибошланадиган валютага конвертациялаш бевосита ваколатли банклар томонидан амалга оширилмоқда. Биржадан ташқари валюта бозорида операциялар амалга оширишни манбалари бўлиб марказлаштирилмаган экспортдан тушган валюта тушумининг муайян қисмидан мажбурий сотув, ваколатли банкларнинг ўз маблағлари, шунингдек, миқозларнинг депозитлари ва бошқа валюта маблағлари ҳисобланади.

Ҳозирги вақтгача Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2000 йил 29 июндаги «Биржадан ташқари валюта

¹³ К Янгаев ва бошқ. «Мустақилликни мустаҳкамлаш омили ёки валюта ва кредитлар нималарга йўналтирилмоқда?», «Бозор, Пул ва Кредит», журнали 1997 йил №6 сон, 7-бет

бозорини янада ривожлантириш ва мустаҳкамлаш чора - тадбирлар тўғрисида»ги ва 2000 йил 2 июндаги 2612 сонли «Жамиятнинг сиёсий, иқтисодий ва диний соҳадаги ислохотларни чуқурлаштириш ва эркинлаштириш бўйича дастурни амалга ошириш ва давлат хавфсизлигини таъминлаш бўйича чора - тадбирлар тўғрисида»ги Фармонлари ва ҳукуматнинг бошқа қарорларини бажариш мақсадида ички валюта бозорини эркинлаштириш бўйича бир қатор чора-тадбирлар мажмуаси амалга оширилган.

Бунинг натижасида ишлаб чиқилган босқичма - босқич чора - тадбирлар мажмуи доирасида аввал фақатгина Ўзбекистон Республикаси валюта биржасида сўм маблағларни хорижий валютага айрибошлашнинг сезиларли қисми биржадан ташқари валюта бозорига ҳам кўчирилди.

1998 йил 3 август куни республикамиз валюта бозори иштирокчилари учун зарур бўлган 445-сон «Тижорат банкларга хорижий валютада операциялар ўтказишга лицензиялар бериш» Қоидалари; 466 - сон «Очиқ валюта позициясини юритилиш» қоидалари; 467 - сон «Валюта бозорида операциялар ўтказиш тартиби»; 468 - сон «Ўзбекистон Республикаси банк муассасаларида валюта қимматликлари билан касса ишини ташкил қилиш тўғрисида»ги Низом - йўриқномалар давр талабини инобатга олган ҳолда қайта чоп қилинди.

Ушбу йўриқномага асосан республикамиз тижорат банкларига валюта муносабатларини қай тартибда тузишлари кераклиги бўйича аниқ белгиланган техник ва малакавий талаблар жорий қилинди. Банклар томонидан мижозларнинг валюта ҳисоб рақамларини юритишлари, нотижорат операциялари билан шугулланишлари, чет эл банклари билан вакиллик муносабатларини ўрнатишлари, товар ва хизматлар экспорти ва импорти билан боғлиқ халқаро ҳисобкитобларни амалга оширишлари, ички валюта бозорида валютани сотиб олиш ва сотиш билан боғлиқ операциялари ва бошқа талабларини техникавий ва малакавий нуқтан - назардан бажара олиши тўлиқ ўрганилгандан кейин уларга лицензиялар берилади¹⁴. Ушбу йўриқнома билан тижорат банкларига валюта билан муомалаларни амалга оширишга айрим талаблар қўйилган бўлиб, бу талабларга жавоб берадиган банкларга лицензиялар бериш йўлга қўйилди. Шу ўринда, нимага барча фаолият юритаётган банклар валюта билан

¹⁴ Ўзбекистон Республикаси Адлия Вазирлигида 1998 йил 3 августда 463 - сон билан тасдиқланган «Тижорат банкларга хорижий валютада операциялар ўтказишга лицензиялар бериш» Қоидаси.

операцияларни амалга ошириши мумкин эмас деган савол туғлади, ammo биз барча фаолият юритаётган банкларга уларнинг валютавий операциялар ўтказиш бўйича малакаси етарли бўлма-сада бош лицензияни берадиган бўлсак, у ҳолда хорижий ҳамкорларимиз банк тизимимизга ишончларини йўқотиб қўйишимиз мумкин. Шу боис бундай йўриқноманинг бўлиши зарур ва шартдир.

Тижорат банклари лицензия олганларидан кейин валюта операцияларини амалга ошираётиб, улар баланс кўрсаткичлари асосида, ҳар бир валютада алоҳида амалга оширган операциялари бўйича ушбу валютада талаб ёки мажбуриятга эга бўладилар. Тижорат банкида бу каби очиқ валюта ҳолатлари бўйича Марказий банкнинг «Очиқ валюта позициясини юритилиш» Қоидалари батафсил ёритиб беради. Шу жумладан, мазкур ҳолатда учрайдиган атамалар (узун, қисқа, умумлашган позициялар, талаб ва мажбурият, валюта позицияси лимити, регулятив капитал ва бошқалар), очиқ валюта позициясини ҳисоблаш усули, жорий пайтда амал қилаётган валюта позицияси лимити миқдори, ваколатли банкларнинг бу борада олиб берадиган ҳисоботи тартиби кўрсатилган.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1998 йил 23 сентябрдаги «Жисмоний шахсларнинг хорижий валютадаги омонатларини рағбатлантириш бўйича чора - тадбирлар тўғрисида»ги 2079-сонли Фармони ваколатли банкларга фуқароларнинг валюта маблағларини жалб қилиш мақсадида, миждозларга жамгармаларни сақлаш ва қайтариш юзасидан кафолатлар, жамгарма бўйича ўсиб боровчи (прогрессив) шкаладаги фонз ставкаларни киритиш, жисмоний шахсларнинг хорижий валютадаги операциялари юзасидан банк сирига қатъий риоя этишни жорий этиш тавсия этилди. Ташқи иқтисодий фаолият миллий банки ва Марказий банкнинг махсус рухсатномасига эга бошқа ваколатли банкларга жисмоний шахсларга талаб қилиб олгунча валюта ҳисоб рақами очиш ҳуқуқи берилди.

Ушбу фармонга мувофиқ, ваколатли банклар томонидан жисмоний шахсларнинг маблағларини хорижий валютадаги ҳисоб рақамларига ва омонатларга жалб қилишни рағбатлантириш юзасидан қўшимча чора — тадбирлар амалга оширилди.

Вазирлар Маҳкамасининг 2000 йил 28 апрелдаги 171 сонли Қарорига мувофиқ, апрелнинг охирига келиб, амалда бўлган турли валюта операцияларни амалга оширишда қўлланилган расмий курс, биржа курси ва биржадан ташқари айрибошлаш курслари унификацияланди.

Вазирлар Маҳкамасининг 2000 йил 29 июндаги 245 сонли ва 2000 йил 30 июндаги 250 сонли қарорларига мувофиқ ваколатли банкларга 2000 йил 1 июлдан биржадан ташқари валюта бозоридаги савдода хорижий валюталарни харид қилиш ва сотиш курсларини мустақил тарзда аниқлаш ҳуқуқи берилди. Марказий банк лицензияси эгалари - импортчиларга валюталарни сотиш, экспортчиларга бўш валюта маблағларини сотиб олиш ва айирбошлаш шахобчалари орқали нақд хорижий валюталар билан операциялар талаб ва таклиф асосида ўрнатилаётган курс бўйича амалга оширила бошланди.

Юқорида валюта операциялари ҳуқуқий асосининг шаклланиши ва ривожланиши кўриб чиқилди. Шундан келиб чиққан ҳолда, тижорат банклари валюта операцияларини бажариш пайтида, қўлланиладиган меъёрий ҳужжат «Нақд хорижий валюта билан бажариладиган операцияларни амалга ошириш тартиби» ҳисобланади. Мазкур коида «Валютани тартибга солиш тўғрисида», «Марказий банк тўғрисида», «Банклар ва банк фаолияти тўғрисида»ги Ўзбекистон Республикаси Қонунларидан келиб чиқиб тузилган ва Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ва ваколатли банклар томонидан нақд хорижий валюта ва хорижий валютадаги тўлов ҳужжатларини ҳисобга олиш ва амалга оширишни тартибга солиди.

Вазирлар Маҳкамаси 2000 йилда ва жорий йилнинг биринчи ярим йиллигида валюта сиёсатини янада эркинлаштириш, биржадан ташқари валюта бозорини мустақамлашга доир бир қанча аниқ чора-тадбирлар кўрилганлигини, унда тижорат банкларининг роли анча ошганлигини қайд этади. Миллий валютани конвертация қилиш ҳуқуқига эга бўлган хўжалик юритувчи субъектлар сони жиддий равишда кенгаймоқда, алмаштириш шахобчалари сони кўпайди, хорижий валюта сотиб олиш тартиби соддалаштирилди. Валюта сиёсатини эркинлаштириш жараёнини янада чуқурлаштириш, биржадан ташқари валюта бозорини кенгайтириш ва нақд пулсиз ҳамда нақд валютани конвертация қилиш қўламларини кўпайтириш мақсадида, Вазирлар Маҳкамаси томонидан 2001 йил 22 июнда «Валюта бозорини янада эркинлаштириш чора – тадбирлари тўғрисида» 263-сонли Қарори қабул қилинди. Бу қабул қилинган қарорларга асосан Марказий банк ва тижорат банкларининг биржадан ташқари валюта бозорини барқарор ривожлантириш учун эркин муомаладаги валютада «Бирлашган барқарорлаштириш жамғармаси» ташкил этилди.

Банклараро валюта савдоларида операцияларни соддалаштириш мақсадида 2003 йил 16 июндан эътиборан, Вазирлар Маҳкамасининг шу йил 11 июнида «Валюта бозорини янада эркинлаштириш ва алмашув курсларини бирхиллаштириш чора – тадбирлари тўғрисида»ги 260-сонли Қарорига мувофиқ, истеъмол товар ва хизматлар импортдан келиб тушадиган сўм маблағларини эркин конвертирланадиган валютага айирбошлаш банклараро савдо сессияларида талаб ва таклифдан келиб чиқиб, белгиланган курс асосида амалга ошириладиган бўлди.

Тижорат банки валюта операцияларида юзага келадиган нохуш ҳолатлар riskдан сакланишда қўлланадиган асосий меъёрий ҳужжат «Очиқ валюта позициясини юритиш» Қоидалари 2005 йил 28 майда янгитдан таҳрир қилинди. Унга кўра, алоҳида валюта бўйича бажарилган операцияларга аввал амал қилган меъёр, яъни 5% ли чеклов 10%гача оширилди, барча валюталар бўйича операцияларга нисбатан 20% чеклов амал қилиши давом эттирилди.

Ўзбекистон Республикасида амал қилаётган қонуний ҳужжатларнинг асосий вазифаси валюта муносабатларида резидент ва норезидент, ваколатли банк, мамлакат ҳудудида амалга ошириладиган операциялар каби тушунчаларни аниқлашдан иборат. Шулардан келиб чиқиб, қонунчиликка мувофиқ Ўзбекистон Республикаси резидентлари қуйидагилар ҳисобланишади:

1. Ўзбекистон Республикасининг фуқаролари;
2. Ўзбекистон Республикасида доимий яшаш жойи бўлган чет эл фуқаролари ва фуқаролиги бўлмаган шахслар;
3. Ўзбекистон Республикасининг ҳудудида рўйхатдан ўтган юридик шахслар;
4. Ўзбекистон Республикасининг иммунитет ва дипломатик имтиёзлардан фойдаланадиган хориждаги дипломатия ҳамда бошқа ваколатхоналари, шунингдек, Ўзбекистон Республикаси ташкилотларининг чет элдаги, хўжалик ёки бошқа тижорат фаолияти билан шуғулланмайдиган ваколатхоналари.

Мамлакат ҳудудида қуйидаги операциялар **валюта операциялари** деб эътироф этилади:

- валюта бойликларига бўлган мулк ҳуқуқини ва бошқа ҳуқуқларнинг ўзга шахсга ўтиши ҳамда валюта бойликларини тўлов воситаси сифатида ишлатиш билан боғлиқ операциялар;

- валюта бойликларини Ўзбекистон Республикасида олиб кириш ва жўнатиш, шунингдек, Ўзбекистон Республикасидан олиб чиқиш ва жўнатиш;

- халқаро пул жўнатмаларини амалга ошириш;
- резидентлар ва норезидентлар ўртасида миллий валютадаги операциялар.

Валюта операциялари жорий халқаро операцияларга ҳамда капитал ҳаракати билан боғлиқ валюта операцияларига бўлинади.

Жорий халқаро операцияларга қуйидагилар киради:

- ташқи савдо, бошқа жорий фаолият олиб борилиши, шу жумладан, хизматлар кўрсатилиши муносабати билан, шунингдек, одатдаги киска муддатли банк ва кредит механизмлари ишлаши муносабати билан тўланиши зарур барча тўловлар;

- фоизлар ва бошқа даромадлар кўринишида, шу жумладан, банк омонатлари, кредитлар ҳамда лизинг бўйича олинган фоизлар ва бошқа даромадлар шаклида, шунингдек, бошқа инвестициялардан олинган соф даромад шаклида тўланиши зарур тўловлар;

- кредитларни, қарзларни узиш учун ёки тўғридан-тўғри инвестициялар амортизацияси учун мақбул суммаларни тўлаш;

- савдо билан боғлиқ бўлмаган пул жўнатмаларининг мақбул суммалари.

Савдо билан боғлиқ бўлмаган пул жўнатмаларига қуйидагилар киради:

- иш ҳақи, стипендиялар, пенсиялар, алиментлар тўлаш;
- ходимларни Ўзбекистон республикасидан ташқарига хизмат сафарига юбориш билан боғлиқ харажатларни тўлаш;

- таълим ва даволаниш учун ҳақ тўлаш;

- Ўзбекистон Республикасининг хорижий давлатлардаги дипломатия ва бошқа ваколатхоналари, шунингдек, Ўзбекистон Республикасининг давлатлараро ёки ҳукуматлараро ташкилотлар ҳузуридаги доимий ваколатхоналари таъминоти учун ҳақ тўлаш;

- нотариал ва тергов ҳаракатлари билан боғлиқ тўловлар, шунингдек, бундай ҳаракатларни амалга ошириш ва ишларни судларда кўриш муносабати билан давлат божи тўлаш;

- суд, арбитраж, шунингдек, тергов ва бошқа ҳуқуқни муҳофаза қилувчи органларнинг қарорлари асосида пул маблағларини тўлаш;

- халқаро конгресслар, симпозиумлар, конференцияларда, спорт ва маданий тадбирларда, шунингдек, бошқа халқаро учрашувлар, кўргазмалар ҳамда ярмаркаларда иштирок этганлик учун тўловлар, инвестиция билан боғлиқ ва моддий харажатлар бундан мустасно;

- дафн қилиш билан боғлиқ тўловлар;

- муаллифлик ҳақи, патент божлари ва интеллектуал мулк соҳасидаги лицензия шартномалари мажбуриятлари бўйича ҳақ тўлаш;

- халқаро нотижорат ташкилотларига бадаллар ва Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан белгиладиган бошқа операциялар.

Жорий халқаро операциялар ва чет эл валютасини улар билан боғлиқ ҳолда сотиб олиш ёки сотиш чекловларсиз амалга оширилади¹⁵.

Капитал ҳаракати билан боғлиқ валюта операцияларига жорий халқаро операциялар ҳисобланмайдиган барча операциялар қиради.

Ўзбекистон Республикасига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб этиш ва уларни репатриация қилиш, шунингдек, тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни амалга ошириш муносабати билан олинган ҳуқуқлардан фойдаланиш чекловларсиз амалга оширилади.

Ўзбекистон Республикасининг дипломатия ва бошқа ваколатхоналари эҳтиёжлари учун Ўзбекистон Республикасидан ташқарида кўчмас мулк объектларини олиш ва уларни куриш бўйича капитал ҳаракати билан боғлиқ валюта операциялари Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси қарорига биноан амалга оширилади.

Ўзбекистон Республикаси ҳудудида норезидентлар томонидан кўчмас мулкни олиш ва сотиш тартиби Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси томонидан белгиланади.

Ўзбекистон Республикаси ҳудудида чет эл валютасидаги қимматли қозғалар муомаласи, резидентлар томонидан чет эл валютасидаги қимматли қозғалар сотиб олиниши, шунингдек, рези-

¹⁵ Ўзбекистон республикаси «Валютани тартибга солиш тўғрисида»ги қонуни. 11.12.2003 й.

дентлар чиқарган қимматли қоғозларнинг норезидентлар томонидан сотиб олиниши тартиби қимматли қоғозлар бозорини тартибга солиш ва мувофиқлаштириш бўйича ваколатли давлат органи томонидан Ўзбекистон Республикаси Марказий банки билан бирга-ликда белгиланади.

Чет эл валютаси билан боғлиқ бўлган ҳосила молиявий воситалар (валюта деривативлари) чет эл валютаси олди-сотдиси бўйича шартномалар бўлиб, уларда белгиланган мажбуриятлар муайян муддат ўтгач ёки чет эл валютасининг қийматиغا ёхуд унинг курси ўзгаришига боғлиқ равишда бажарилиши мумкин.

Чет эл валютаси билан боғлиқ бўлган ҳосила молиявий воситалар бўйича операциялар:

- ваколатли банклар томонидан ўзаро ёки чет эл банклари билан чекловларсиз, очиқ валюта мавқеи лимити доирасида;
- агар шартнома тузиш жорий халқаро операцияларни ўтказиш билан боғлиқ бўлса, банкларнинг мижозлари томонидан ваколатли банклар орқали амалга оширилади.

Ваколатли банклар:

- Ўзбекистон Республикаси ҳудудида очиқ валюта мавқеи лимити доирасида чет эл валютасини сотиб олиш ва сотиш бўйича, шу жумладан, ҳосила молиявий воситалар асосида чет эл валютасини сотиб олиш ва сотиш бўйича бевосита ўзаро, ўз мижозлари билан ҳамда валюта биржалари орқали, шунингдек, халқаро бозорларда операцияларни амалга оширишга;
- Маҳаллий ва чет эл банкларида вакиллик ҳисобварақларига ҳамда бошқа ҳисобварақларга эга бўлишга;
- нақд чет эл валютасини ҳамда чет эл валютасидаги тўлов ҳужжатларини жисмоний шахслардан сотиб олиш ва уларга сотиш операцияларини амалга ошириш учун айирбошлаш шахобчаларини очишга ҳақлидир.

Ўзбекистон Республикаси ҳудудида чет эл валютасини сотиб олиш ва сотиш юридик шахслар томонидан ваколатли банклар орқали, жисмоний шахслар томонидан эса ваколатли банклар, уларнинг филиаллари ва айирбошлаш шахобчалари орқали амалга оширилади.

Ўзбекистон Республикаси ҳудудида чет эл валютасини сотиб олиш ва сотиш бўйича операциялар миллий валютанинг чет эл валютасига нисбатан чет эл валютасига бўлган талаб ҳамда таклиф-

нинг жорий нисбати асосида шаклландиган алмашув курси бўйича амалга оширилиши йўлга қўйилган.

Жисмоний шахслар Ўзбекистон Республикаси ҳудудига нақд чет эл валютасини чекловларсиз олиб кириши мумкин.

Резидент жисмоний шахслар нақд чет эл валютасини олиб чиқиш ҳуқуқини тасдиқловчи ҳужжатларни кўрсатмасдан қонун ҳужжатларида белгиланган миқдордаги нақд чет эл валютасини Ўзбекистон Республикасидан бир йўла олиб чиқишлари мумкин.

Қонун ҳужжатларида белгиланган миқдордан ортиқ бўлган нақд чет эл валютасини резидент жисмоний шахслар томонидан олиб чиқилиши уларда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ёки ваколатли банклар томонидан бериладиган, Ўзбекистон Республикасидан нақд чет эл валютасини олиб чиқиш ҳуқуқини тасдиқловчи ҳужжатлар бўлган тақдирда амалга оширилади.

Норезидент жисмоний шахслар божхона декларациясига мувофиқ олиб кирилган нақд чет эл валютаси миқдоридagi валютани, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ва ваколатли банклар томонидан бериладиган, уларнинг нақд чет эл валютасини олиб чиқиш ҳуқуқини тасдиқловчи ҳужжатлар бўлган тақдирда эса олиб кирилган нақд чет эл валютасидан кўп бўлган миқдордаги нақд чет эл валютасини Ўзбекистон Республикасидан бир йўла олиб чиқишлари мумкин.

Резидент ҳамда норезидент юридик шахслар томонидан нақд чет эл валютаси ва миллий валютани олиб кириш ҳамда олиб чиқиш бўйича операцияларни амалга ошириш қонун билан тақиқланади, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ва ваколатли банклар бундан мустасно ҳисобланади.

Республикамизда валюта бозорларини янада эркинлаштиришга жуда катта эътибор берилмоқда.

Ўзбекистон Республикаси собиқ иттифок даврида хом-ашё базаси сифатида қаралган бўлиб, мустақилликка эришгандан кейин импорт ўрнини босувчи маҳсулотларни ўзимизда ишлаб чиқариш орқали ички бозорни халқ истеъмоли товарлари билан тўлдиришга катта эътибор қаратди ва бу билан мавжуд валюта резервларини асбоб ускуналар ва хом-ашёлар сотиб олишга йўналтирди. Валюта курси эса давлат томонидан бошқарилиб турилди.

Ҳозирги кунда эса экспортга йўналтирилган товарлар ишлаб чиқаришга катта эътибор қаратилмоқда.

Ўзбекистон Республикаси корхоналари, агар Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан бошқача тартиб белгиланмаган бўлса, чет эл валютасидаги счётни фақат Ўзбекистоннинг вакил қилинган банкларида очишлари мумкин.

Корхоналар ҳўжалик фаолиятдан олган чет эл валютасидаги барча маблағлари Ўзбекистон Республикаси Марказий банки белгилайдиган тартибда чет эл валютасидаги счётларига албатта ўтказилиши керак.

Корхоналар томонидан хорижий, шу жумладан, МДҲ мамлакатларидаги шериклар билан лицензия бериладиган товарлар экспорти юзасидан тузадиган контрактлари белгиланган тартибда Ўзбекистон Республикаси Ташқи иқтисодий алоқалар агентлигида рўйхатдан ўтказилиши керак.

Экспорт контрактларининг ҳаммаси истисносиз, шу жумладан, Ташқи иқтисодий алоқалар агентлигида рўйхатдан ўтказилганлари ҳам, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки белгилайдиган тартибда вакил қилинган банкда ҳисобга олиниши керак.

Товарларни экспорт қилувчи корхоналар юкни божхона декларациясида хорижий шериклар билан ҳисоб-китобларда вакил қилинган банк реквизитларини тўлик номини кўрсатадилар.

Давлат божхона Қўмитаси ҳар ойда тегишли вакил қилинган банкларга экспорт юкларни чегарадан ташқарига чиқаришга асос бўлган юкнинг божхона декларациялари реестрларини экспорт қилувчи корхонанинг номини, жўнатилган товарларнинг номи ва миқдорини, уларнинг чет эл валютасидаги қийматини ва тўлов шаклини кўрсатган ҳолда тақдим этади.

Вакил қилинган банклар реестрлар асосида экспорт қилувчилар счётига тушумларнинг тўлиқлиги, ўз вақтида тушганлиги ва тўғрилигини ҳар куни назорат қилиб борадилар.

Бунда ўзбекистонлик экспорт қилувчилар томонидан олинган тушумни бошқа юридик шахслар фойдасига трансферабель аккредитивлар ва бошқа тўлов ҳужжатларини қўллаш йўли билан қайта бериш тақиқланади.

Экспорт-импорт операциялари бўйича тўловларнинг асосий шакллари ҳужжатли аккредитивлар, банк жўнатмаси ва инкассо ҳисобланади.

II боб. ВАЛЮТА БОЗОРЛАРИНИНГ УМУМИЙ ТАФСИФИ

2.1. Валюта бозорининг зарурати ва турлари

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 унинг (маҳаллий) валютасидаги тўлов хариди учун ҳақ тўлаши лозим бўлса, хорижий харидор экспорт қилувчи мамлакатининг валютасини сотиб олиши зарур;

- агар экспорт қилувчи давлат харидорнинг маҳаллий валюта-сида 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 ўз ичига олади (масалан, нефт савдосида ҳисоб-китоблар одатда АҚШ доллариди амалга оширилади).

Мисол учун, Германиядан товарлар сотиб олиш учун Ўзбекистонлик импортчи олмониялик етказиб берувчига ҳақ тўлаш мақсадида еврони сотиб олишга тўғри келади.

Одатда Форекс (Foreign Exchange) деб аталувчи валюта операциялари — бу бир валютани бошқасига айрибошлаш савдосидир. Халқаро савдонинг амал қилиш бозорининг мавжуд бўлишига эҳтиёж тугдиради.

Лойихавий 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 ҳажмлари ўсишига охириги йилларда халқаро савдонинг эркинлашуви (савдо тўсиқларининг камайтирилиши) ва валюта назоратининг бўшаштирилиши тенденцияси билан рағбарлантирилди. Юқори тарваккий эҳсан индустриал (саноатлашган) мамлакатларнинг кўпчилигида ҳозирда капиталнинг эркин ҳаракатлинишига ижозат берилган. Шу боис компаниялар ва жисмоний шахслар хорижий валютани чекловларсиз харид қилишлари, сотишлари, қарз олишлари ёки кредит беришлари мум-

кин. Шунинг учун халқаро савдо-сотиқ ва инвестицияларда чекловларни умуман бекор қилиниши эҳтимоли тўғрисидаги тахминлар ҳозирча ҳеч қандай асосга эга эмас.

Валюта бозорларини бир қатор хусусиятларига кўра туркумлашимиз мумкин:

1) Кўламига қараб:

Халқаро валюта бозорлари бир қанча мамлакат валюта бозорларини қамраб олади. Халқаро валюта бозорлари, кабель ва сунъий йўлдош алоқалари билан бир – бирлари билан чамбарчас боғлиқ жаҳон валюта бозорларининг занжирини ҳосил қилади. Улар ўртасида маблағлар ҳаракати амалга оширилади.

Ички валюта бозори деб мамлакат доирасида фаолият юритаётган валюта бозорига айтилади.

2) Валюта чекловларининг қўлланишига қараб, *эркин* ва *эркин бўлмаган валюта бозорларига* ажратиш мумкин. Валюта чекловлари амал қилган бозор эркин бўлмаган дейилса, уларнинг мавжуд бўлмаслиги валюта бозори эркинлигини белгилаб беради.

3) Амал қиладиган валюта курсларига қараб:

*Битта валюта курси режими*га эга бозор – бу биржа савдоларида аниқланадиган эркин сузиб юрувчи курсга эга валюта бозори бўлиб, ички валюта бозорида битта курс шаклланади.

*Икки ёки кўп погонали валюта курси режими*нинг амал қилишини ўзи эркин бўлмаган валюта бозорини англатади. Бунда валюта операцияларининг бир тури алоҳида курс бўйича ўтказилиб, бошқа турдаги операцияларга нисбатан ундан фарқли бўлган иккинчи курс қўлланилади. Кўп погонали валюта курси режимини капитал ҳаракати бўйича чекловларга эга ривожланаётган мамлакат қўллаши мумкин.

4) Ташкилий жиҳатига кўра:

Валюта биржа бозори – расмий ташкил этилган, валюта қимматликлари бўйича савдо сессияси ўтказиладиган биржадир. Биржа тижорат корхонаси ҳисобланмайди. Унинг асосий вазифаси юқори даромад олиш эмас, балки вақтинча бўш пул маблағларини валюта қимматликларини сотиш орқали зарур йўналишга қаратиш ва валюта курсининг бозор қийматини аниқлашдан иборат.

Биржадан ташқари валюта бозори валюта биржасига аъзо бўлган ёки бўлмаган дилер томонидан ташкил этилиб, савдолар телефон, телефакс, компьютер тармоғи орқали олиб борилади.

5) Валюта бозорларини туркумлашда евровалюта, еврооблигация, евродепозит, еврокредит бозорларни кўрсатиб ўтиш мумкин.

Евровалюта бозори – Ғарбий Европа мамлакатлари халқаро валюта бозори бўлиб, уларда шу ҳудудда айланадиган валюталар айирбошланади. Евровалюта бозорини фаолият юритиши валютанинг эмитент мамлакатдан ташқарида нақдсиз депозит ва ссуда операцияларида қатнашиши билан боғлиқ. Евробозорлар давлат бозорлари ҳисобланмайди. Уларнинг вужудга келиши корхона, инвестор, давлат эҳтиёжлари пайдо бўлиши билан боғлиқ. Евробозордаги операциялар давлатнинг валютани тартибга солиш ва аниқ бир мамлакат солиқ қонунчилигидан четда қолади.

Еврооблигациялар бозори бу қарз олувчининг облигацияси сифатида расмийлаштирилладиган, евровалютада берилган узоқ муддатли қарз мажбуриятлари бўйича молиявий муносабатлардир. Облигацияларда қарз миқдори, уни қайтариш шартлари ва муддати, фоизларни купонга мувофиқ олиш тартиби ақс этирилади.

Евродепозит бозори евровалюта бозорида айланадиган маблағлар ҳисобига хорижий тижорат банкларда валюта омонатларини шакллантириш бўйича барқарор молиявий муносабатлардир.

Еврокредит бозори – хорижий тижорат банкларининг евровалютада берилладиган халқаро қарзни тақдим этиш бўйича мустақкам кредит ва молиявий муносабатлари ҳисобланади.

2.2. Форекс бозори

Форекс (валютавий) битими — бу муайян санада етказиб бериш шarti билан. келишилган айрибошлaш курси бўйича бир хорижий валютани бошқасига алмaштириш эвaзига сотиб олиш ёки сотиш контракти. Бу каби битимлар форекс (FX) бозорида амалга оширилади.

Форекс бозори — бу тижорат банкларининг дилинг бўлимлари (dealing rooms) ҳамда бир-бирлари билан ва миждозлар билан телекоммуникация воситалари орқали боғланган брокерлардир.

FX бозоридаги асосий иштирокчилар — йирик банклар бозорида миждозлари номидан ва ўз миждозлари учун ҳам, ўзлари олиб-сотишлари учун ҳам битимларни амалга оширадидлар. FX бозорининг бошқа қатнашчилари — брокерлар, инвестиция институтлари (жамгармалар), корпорациялар ва марказий банклар бозорида амалга ошириладиган битимларнинг жами ҳажмида банклараро келишувларнинг асосий қисмини эгаллайди.

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

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

Валюта савдоси учта асосий марказларнинг иш вақти деярли 24 соатни ташкил этади. Лондон ва Нью-Йорк ўртасидаги беш соатли фарқ ҳамда Токио ва Лондон ўртасидаги тўққиз соатли фарқ амалда сутка давомида савдо- сотиқ қилишга имкон беради.

Валюта бозорида бир валютани иккинчисига айрибошлаш нархи валюта курси деб аталади. Эркин бозорда бу нархлар талаб ва таклифга мувофиқ юқорига ёки пастга ҳаракатланади, бошқариладиган бозорда эса валюта курслари назорат предмети бўлиб ҳисобланади. Асосий жаҳон валюталари учун валюта бозорлари қисман бошқарилади. Бу шунда акс этадики, айрим давлатлар ўз миллий валюталари алмаштириш курсини бошқа асосий валюталарга қарши барқарорлаштиришга ҳаракат қиладилар.

Асосий жаҳон валюталари — АҚШ доллари, йена ва евро 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 иктисодий қудрати ва унинг жаҳон иктисодиётидаги марказий роли;

- долларнинг анъанавий захира валютаси сифатидаги мақоми;

- 1999 йилда евровалютанинг амалга киритилиши унинг вақт ўтиши билан АҚШ долларининг устуворлигига барҳам бера олиши тўғрисида баҳсларни юзага келтирди. Ҳамма валюталар одатда АҚШ доллари (USD)га нисбатан котировка қилинади ва форекс 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. Мисол учун, Швейцария франкининг Япон йенасига нисба-

тан кросс— битими икки келишув воситасида қопланиши мумкин: доллар швейцария франкига нисбатан ва доллар япон йенасига кросс-битимларни ўтказиш йўли билан (2.2 параграфда тўлиқ ёри-тилган)

Валюта бозоридаги талаб ва таклифга таъсир этувчи ва шу тарзда алмаштириш курсларини ҳаракатлантирувчи омилларни узоқ муддатли ва қисқа муддатли омилларга ажратиш мумкин.

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

Икки валюта ўртасидаги ўртача алмаштириш курси ва унинг муайян вақт оралигидаги ўзгаришлари бу валюталарнинг ҳар бир эмитенти мамлакатларидаги иқтисодий ҳолат фарқланишларини акс эттиради. Валюта бозорининг узоқ вақт сақланиб турмайдиган жорий шарт-шароитларидан келиб чиқувчи талаб ва таклифга бўлган таъсир қисқа муддатли омилларга киритилади. Бозорда бирор валютани сотувчилар сонини вақтинчалик етишмаслиги унинг нархларини шу валюта сотувчилари учун мақбул бўлган даражагача ўсишига ёрдам беради. Бозордаги кайфият ёхуд миш-мишлар валюта қийматини тушиб кетиши ёки кўтарилишини юзага келтиради. Агар бу ҳол юз берса у ёки бу валютани олиб-сотиш (чайқовчилик) мақсадларида ёки эҳтиёт қораси сифатида сотиб олиш ёхуд сотиш алмаштирув курсини қисқа муддатга (бир неча кун, ҳафта ёки ойларга) жиддий ўзгартириб юбориши мумкин.

Валюта бозоридаги тебранишлар (барқарорлик – 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 қутаётган маблағлари (даромадларини) камайтириши ёки қутилаётган сарф-ҳаражатларини кўпайтириши мумкин бўлган валюта курсидаги кўнгилсиз ўзгаришлар хатаридир. Экспозиция, яъни компаниянинг валюта хатарига чалғиниши кўлами унинг валюталардан ҳар бири-даги 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 шу асосда халқаро савдо-сотикни ривожланиши учун шарт - шароит яратади.

Валюта курслари тебраниши, яъни ўзгарувчанлиги валюта чайқовчиларига валюта савдосидан фойда олиш учун шарт-шароит яратиб бериши мумкин. Аммо халқаро миқёсда савдо ва инвести-

циялаш билан шугулланувчи компаниялар ҳолатида, алмашув курсини тургун эмаслиги валюта курсининг номаъқул ўзгаришлари ёки валюта экспозициясини хеджирлашдаги зарар кўриш хатари фаолликни пасайтириши мумкин.

2.3. FOREX бозорининг асосий иштирокчилари

Валюта бозорининг асосий иштирокчилари бўлиб қуйидагилар ҳисобланади:

Тижорат банклари. Улар валюта операцияларини асосий ҳажмини амалга оширишади. Банкларда бозорнинг бошқа иштирокчилари ҳисоб – варақларига эга бўлиб, улар конверсион ва депозит – кредит операцияларини улар орқали амалга оширишади. Банклар (мижозлар билан операциялари орқали), бозорнинг валюта операцияларига бўлган эҳтиёжини мужассамлаштиради. Мижоз истагини кондиришдан ташқари банклар ўз маблағлари ҳисобига ҳам операцияларни бажаришлари мумкин. Натижада валюта бозори банклараро битимлар бозорига айланиб қолади. Валюта курслари ва фоиз ставкалар ҳаракати деганда, банклараро валюта бозори тушунилади.

Йирик халқаро банклар кунига миллиардлаб доллар битимларни ўтказиш билан жаҳон валюта бозорларига жуда катта таъсир кўрсатишади. Бундай банкларга Deutsche Bank, Barclays Bank, Union Bank of Switzerland, Citibank, Chase Manhattan Bank, Standard Chartered Bank ва бошқаларни келтириш мумкин.

Ташқи савдо операцияларни бажарувчи фирмалар. Халқаро савдода қатнашаётган компаниялар доимий тарзда хорижий валютага бўлган талаб ва таклифни шакллантиришади, шунингдек, қисқа муддатли депозитларга вақтинча бўш валюта маблағларини жойлаштиришади ва жалб этишади. Бунда мазкур ташкилотлар валюта бозорига тўғридан – тўғри қатнашиш имконига эга бўлмайдилар, конверсион ва депозит операцияларни эса тижорат банклари орқали олиб боришади.

Хорижий активларни жойлаштириш билан шугулланаётган компаниялар (Investment Funds, Money Market Funds, International Corporations). Бундай компаниялар турли халқаро инвестицион компаниялар сифатида намоён бўлади. Турли давлат ва хорижий корпорация қимматли қозғаларига портфел активларни жойлаштириш билан диверсификацияланган сиёсатни олиб боришади. Дилерлар тилида уларни шунчаки, фонд ёки «funds» деб аташади. Энг

машхур фондлардан бири муваффақиятли валюта спекулятив операцияларни ўтказувчи Жорж Сороснинг «Quantum» ва «Dean Witter» фондларидир.

Бу турдаги фирмаларга, шунингдек, хорижий ишлаб чиқариш инвестицияларни амалга оширувчи йирик халқаро корпорацияларни киритиш мумкин. «Ксерокс», «Нестле», «Дженерал моторс», «Бритиш петролеум» ва бошқалар томонидан филиал ёки қўшма корхоналарни ташкил этиш бўйича фаолияти шулар жумласидандир.

Марказий банклар. Уларнинг асосий вазифаси ташқи бозорда валютани тартибга солишдан иборат, яъни валюта инқирози олдини олиш мақсадида, миллий валюта курсининг кескин тебраниши олдини олиш, экспорт – импорт балансини ушлаб туриш ва бошқалар. Марказий банклар валюта бозорига тўғридан – тўғри таъсир этишади. Бу таъсир бевосита валюта интервенцияси кўринишида, ёки билвосита пул массаси ва фоиз ставкасини тартибга солишда кўринади. Марказий банклар миллий валютага таъсир этиш учун бозорда яқка тартибда ёки бошқа Марказий банклар билан келишган ҳолда, қўшма валюта сиёсатини олиб бориш билан иштирок этиши ҳам мумкин.

Жаҳон валюта бозорларида энг катта таъсирга эга марказий банкларга: АҚШ Федерал Резерв Тизими (US Federal Reserve ёки қисқача FED), Германия Бундесбанки (Deutsche Bundesbank) ва Англия Банкини (Bank of England, шунингдек, Old Lady деб аталади) келтириш мумкин.

Валюта биржалари. Ўтиш иқтисодиётига эга бир қатор мамлакатларда юридик шахсларга валюта айирбошлаш ва валютанинг бозор курсини шакллантиришга хизмат қилувчи валюта биржалари фаолият олиб боришади. Одатда, давлат алмашув курси дарajasини биржа бозорининг ихчамлигидан фойдаланиб, тартибга солиш туради.

Валюта брокерлик фирмалари. Уларнинг вазифалари хорижий валюта харидори ва сотувчисини бир – бири билан учраштириш ва улар ўртасида конверсион ёки ссуда – депозит операцияларни ташкил этишдан иборат.

Хусусий шахслар. Жисмоний шахслар кенг кулабда носавдо операцияларни, хусусан, туризм, иш ҳақи, пенсия, генорларнинг ўтказиш ва нақд валюта олди - сотдисини бажаришади. 1986 йилдан бошлаб эса, маржа савдоси киритилиши билан жисмоний

шахслар FOREX бозорида бўш пул маблағларни инвестициялаш имконига ҳам эга бўлишди.

2.4. Валюта бозори тарихи

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

Олтин стандарт 1914 йилда биринчи жаҳон уруши бошланиши билан барҳам топди, чунки бу вақтда ҳукуматлар ўз захираларида мавжуд бўлган олтин миқдоридан кўра кўпроқ ҳарбий харажатлар қилишга мажбур эдилар. Уруш тугаганидан сўнг фақат АҚШ олтин стандартга қайтишга умид боғлаши мумкин бўлди. 30 йиллардаги жаҳон иқтисодий танглиги бу тизимнинг узил -кесил якуни бўлди.

Иккинчи жаҳон урушининг охирига бориб, (1939-1945) халқаро саъй-ҳаракатлар жаҳон иқтисодиётини тиклашга йўналтирилди. АҚШ дунёдаги энг кучли иқтисодиётга эга мамлакат сифатида етакчилик қилди.

Нью-Хемпшир штатидаги шаҳар номи билан аталган, 1944 йилдаги Бреттон-Вудс келишуви халқаро иқтисодий ҳамкорликнинг самараси бўлди. У ерда қатъийлаштирилган курс режимига қайтишдан нишон берувчи битимга эришилди. Бу битимнинг шартларига қуйидагилар киритилди:

– АҚШ доллари олтинга нисбатан қатъийлаштириб қўйилди (бир троя унциясига 35 доллар) ва АҚШ ҳукумати олтинни долларга айирбошлаб сотиб олишга ва сотишга киришди;

– битимга аъзо ҳар бир мамлакат ўз валютаси қийматининг АҚШ долларига ва олтинга нисбатан паритетини (тенглик нисбатини) белгилаб, алмаштирув курсини унинг + 1% паритетиди ушлаб туриш учун марказий банклар интервенциядан фойдаланиш мажбуриятини олди.

Ҳақиқатда эса жаҳон иқтисодиёти асосий захира валютаси (бошқа мамлакатларнинг расмий захираларида сақланувчи валюта), шунингдек, жаҳон савдосининг асосий валютаси бўлган АҚШ доллари асосланган олтин стандартга қайтди.

Бошқа мамлакатларнинг ҳукуматлари АҚШ долларини расмий захираларида сақлаб, зарурат туғилганда АҚШ ҳукуматининг розилиги билан долларни қатъий курс бўйича бир троя унциясига 35 доллар ҳисобида олтинга алмаштиришларига ишонардилар.

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

70 йилларнинг бошларида АҚШ нинг асосан Вьетнамдаги уруш ва ҳарбий тадқиқотларига сарфланган ҳаражатлар, боз устига дунё баҳолари тўсатдан кўтарилиб кетиши билан қўшилишидан ҳосил бўлган, ўсиб бораётган савдо ва бюджет дефицити (камомади) тизимнинг буткул парчаланишга олиб келди. 1971 йилда АҚШ ҳукумати АҚШ долларини олтинга конвертациялашни тўхтатиб қўйди. Шундан кейин дунёнинг кўплаб валюталарининг эркин тебранишига рухсат берилди.

Вақт ўтиши билан, 1971 йилдан кейин доллар кўпгина етакчи валюталарга нисбатан кадрсизлана бошлади. Марказий банклар доллар захираларининг бир қисмини сотишга ва уларни мустақкам валюталарга, Хусусан немис маркасига ва япон йенасига алмаштиришга мажбур бўлдилар.

2.5. Евровалюта бозорларининг ривожланиши

Евробозорлар 50 – йиллардан бошлаб шакллана бошлаган. Уларнинг пайдо бўлишига қуйидаги омиллар таъсир этган:

1. АҚШдан ташқари долларни жойлаштириш бўйича таклифнинг юзага келиши;
2. Европада АҚШ долларига бўлган талабнинг ортиши;
3. АҚШ ҳукуматининг мамлакат ичкарида валюта операцияларининг эркин бозорга нисбатан қийинлаштирилиши;
4. Европа банкларининг халқаро операцияларни молиялаш воситасини топиш истаги юзага келиши;

5. АҚШ қарзларини олишга имконсиз бўлган Америка корпорацияларининг Европа филиаллари томонидан евродолларга бўлган талабнинг ўсиши;

6. Доллар депозитлари ички бозорига қараганда евродолларларнинг юқори фоиз кўшилмалари (ставкалари), Америка банклари долларларини евробозорларга оқизиш учун ўз Европа филиалларидан фойдаланганлар, шу зайдда АҚШнинг чекловчи ички банк конунларини четлаб ўтганлар.

Евробозорларда аввалига фақатгина евродоллар ҳукмрон бўлган.

Евродоллар – бу Ғарбий Европа тижорат банкларининг АҚШ долларарида қабул қилган омонатлари. Франция ёки Британия банки мажбурияти сифатида пассивга ёзилган доллар евродоллар ҳисобланади. Аста – секин евродоллар евровалюта ҳодисасига айланди. Шундай қилиб, Люксембург ёки Буюк Британия банклар пассивида турган француз франки ёхуд немис маркаси еврофранк ва евромарка деб номлана бошланди. Евровалюта депозитининг асосий хусусияти шундан иборат эдики, депозитни олувчи банк валюта келиб чиққан мамлакатдан ташқарида резидент бўлиши лозим.

50 йилларнинг охирига қадар АҚШ ташқарисидаги банклар ҳисобварағидаги АҚШ долларлари кўпроқ репатриацияланган (яъни, мамлакатга қайтарилган), чунки банклар бундай депозитларни олгач, уларни АҚШ пул бозорларида қайтадан сармоёга қўйганлар (реинвестиция). Бироқ, 50 йилларнинг охиридан бошлаб, доллар асосий халқаро савдо-сотик валютаси сифатида стерлинг мавқеини сиқиб чиқаргач, норезидентлар томонидан Америка долларларига бўлган талаб сезиларли даражада ошди. Доллар депозитлари Европада европалик қарз олувчи томонидан қайта қарзга берилди бошлади, бу эса евродолларлар бозорининг тез тараққий этишига замин яратди. Евродоллар таклифи 50 йиллар охири 60 йиллар бошларида АҚШ савдо баланси камомадининг ўсиши билан ошди, бу эса АҚШ норезидентлари қўлига долларлар оқими келишини таъминлади. Евробозорларнинг ўсиши 1960 йилларда АҚШда ички банк чекловлари билан тезлашди, қуйидаги омиллар бунинг натижаси бўлди:

Ғарчи АҚШ конунчилигидаги чекловлар 70 йилларнинг бошига келиб бир қадар бўшаштирилган бўлса-да, евродоллар бозори бу вақтга келиб курашда омон қолишга ва ҳатто АҚШ ички бозорларида рақобатлашиш учун етарлича қувватланиб олди. 70 йилларда евродоллар бозори нефт ишлаб чиқарувчи мамлакатларнинг

«нефт долларлари»ни қайта ишлашда 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 бошланган бўлса ҳам, евродоллар эса кўпроқ қўлланилган валюта бўлиб қолаётганига қарамай, бошқа евровалюталар (евройена, евростерлинг, евромарка ва бошқалар) учун ҳам бозорлар мавжуд эди.

Айтиш жоизки, евродолларнинг вужудга келишига Собик Иттифоқ ҳукуматининг ҳатти – ҳаракатлари ҳам сезиларли таъсир этган. М.Пебронинг таъкидлашича, совет ҳукумати долларни Америка банкларига жойлаштиришни ҳам, АҚШ валюта бозорида айирбошлашни ҳам хоҳламаган. Бундай ҳолатни, АҚШ молиявий қувватини мустаҳкамланишини истамаслик ва сиёсий низоларнинг юзага келиши натижасида Иттифоқга тегишли доллар ҳисоб – варақларини музлатилишидан хавфсираш билан изоҳлаш мумкин. Бунинг натижасида, Иттифоқга тегишли бўлган доллар Давлат банкининг Европадаги Евробанк филиалига қўйилган эди, кейинчалик эса Москва халқ банкининг Лондондаги филиалига жойлаштирилди. Ўз навбатида, Британия банклари ҳам евродолларни шаклланишига таъсир этишди.

Евровалюта бозори байналминал хусусиятга эга. Бу бозордаги катта операциялар Осиё (Сянган ва Сингапур), Кариб кўрφαзи (Багам ва Кайман ороллари), Канада ва Лондонда амалга оширилади. Евровалюта бозорининг етакчи маркази бўлиб, шубҳасиз Лондон ҳисобланади.

Евродолларларнинг асосий манбалари бўлиб, қуйидагилар ҳисобланади:

1. АҚШдан ташқарида долларни сақлаш истаги бўлган хорижий давлат ва фуқаролар;
2. Жорий эҳтиёжларидан ортган маблағларга эга халқаро корпорация ва Европа банклари;
3. Ижобий савдо балансига мамлакат захиралари, масалан Япония, Тайман, Германия.

80 – йилларнинг бошида евродоллар бозорининг ҳажми АҚШ миллий банк тизими имкониятларидан ҳам ошиб кетди. Бундай шароитларда АҚШ ҳукумати халқаро банк хизматларни йўлга қўйишга қарор қилди. Халқаро банк хизматларига нисбатан мажбурий захира ва федерал депозит суғуртаси талаб этилмайди. Улар шунингдек, федерал солиқларга тортилмайди.

60 – 70 йилларда евробозорларнинг жадал ривожланиши 80 - йиллар ва 90- йилларнинг бошига келиб, фаолият турлари кўпайиши ва диверсификацияланишига олиб келди. 80 – йиллардан бошлаб, кимматли қоғозлар бозорининг шиддатли ривожланиши бошланди: еврооблигация, евроакция, евроекселлар, молиявий инновациялар. Масалан, еврооблигациялар еврода қарз олиш учун чиқарилади.

Еврозаймлар одатда, йирик банклар томонидан чиқарилиб, улар учун махсус халқаро консорциум ва синдикатлар ташкил этилади. Консорциумларда иштирок этиш учун банклар турли хил кредит – молиявий институтлар: пенсия фондлари, суғурта ва инвестиция компанияларини жалб қилади. 90 – йилларнинг бошида еврозаймлар ҳиссасига жами қарздорликнинг 80% тўғри келар эди.

Еврооблигация (евробонд)лар одатда 7 йилдан 15 йилгача муддатларда чиқарилади. 80 – йилларда 30 ва 40 йил муддатга мўлжалланган облигациялар чиқарилган. Бозорда асосий қарз олувчи бўлиб, ҳукумат, халқаро ташкилотлар, трансмилий корпорация, маҳаллий ҳукумат органлари ва миллий компаниялар ҳисобланади.

Еврооблигациялар хорижий ва миллий компаниялар, алоҳида давлат томонидан чиқарилиши мумкин. Евробондлар хорижий валютада деноминация қилинади. Масалан, немис маркасида деноминация қилинган облигация унинг қайси мамлакатда эмиссия қилинишидан қатъий назар, Германия ташқарисида сотилса евробонд ҳисобланади. Евробондларнинг аксарият қисми долларда деноминация қилинади ва Европада сотилади. Евробондлар тақдим этувчига берилган облигация ҳисобланади. Бу улар қайд этилмаслиги ва улар бўйича олинган даромад солиққа тортилмаслигини англатади. Евробондларнинг катта ҳажми Швейцария норезидентлар ҳисоб – варақларида сақланмоқда.

Евробондлар қатъий ўрнатилган ёки сузиб юривчи фоиз бўйича даромад келтириш мумкин. Сузиб юривчи фоизга эга евробондларда LIBOR ставкасига боғланган купон фоиз тўловлари бўлади. фоиз ставкаси ҳар олти ой ёки бир йилда мувофиқлаштирилиши мумкин. 80 – йилнинг ўрталарида аксарият евробондлар эркин сузиб юривчи фоиз ставкаси билан белгиланган эди.

Баъзи евробондлар бу мажбуриятларни эмиссия қилган компания акцияларининг маълум қисмига конвертирлаш ҳуқуқини ҳам берад эди.

III боб. ВАЛЮТА КУРСИНИНГ НАЗАРИЙ АСОСЛАРИ ВА ВАЛЮТА КУРСИ ХУСУСИДАГИ ЕТАКЧИ КОНЦЕПЦИЯЛАРНИНГ АСОСИЙ ҚОИДАЛАРИ

3.1 Валюта курси турларининг тавсифи

Халқаро иқтисодий муносабатларнинг юқори суръатдаги ривожланиши товар бозори билан бир қаторда молия бозорини шаклланишига сабаб бўлди. Молия бозорининг муҳим секторидан бири бўлиб, турли мамлакат валюталарини ўзаро нисбатини аниқловчи валюта бозори ҳисобланади. Шундан келиб чиқиб, валюта бозорининг асосий кўрсаткичи сифатида валюта курсини ҳисоблаш мумкин.

Валюта курси – бир мамлакат пул бирлигини бошқа мамлакат пул бирлигида акс этувчи нарх ҳисобланади.

Нарх нисбати эркин бозор шароитида талаб ва таклифдан келиб чиққан ҳолда ёки ҳукумат ва унинг асосий молия – кредит органлари, асосан марказий банклар томонидан қатъий тартибга солиш билан белгиланади.

Назарий жиҳатдан ҳар бир мамлакат валюта курсини бошқа мамлакат валюталарига тенглаштириш орқали аниқлаши керак. Лекин назарий ва ҳуқуқий томондан оқил бўлган бундай ёндашув амалда юзлаб валюта курсларини пайдо бўлишига олиб келади, бу шубҳасиз, ташқи иқтисодий операциялар тезкорлигига ноқулай вазият тугдириши мумкин.

Жаҳон валюталарининг юзага келиши ҳар бир мамлакат учун ўз миллий валюта курсини юзлаб миллий пул birlikларига нисбатан аниқлашда қулайлик яратиб берди. Бунда ўз валюта курсини битта жаҳон валютасига нисбатан аниқлаш кифоя. Валюта курси жамoa валюталарига (SDR, Евро) нисбатан белгиланиши ҳам мумкин.

Валюта курсининг зарурати қуйидагиларда акс этади:

– товар, хизматлар савдоси, капитал ва кредитлар ҳаракатида валютани ўзаро алмаштириш;

– миллий ва жаҳон бозорларида нархларни ҳамда турли мамлакатларда миллий ва хорижий валютада кўрсатилган қиймат кўрсаткичларини таққослаш;

– фирма ва банклар томонидан хорижий валютадаги ҳисоб варакларини даврий қайта ҳисоблаш.

Ташки жиҳатдан, валюта курси бозор иштирокчиларига талаб ва таклиф асосида аниқланадиган, бир валютани бошқасига қайта ҳисоблашда қўлланиладиган коэффициент сифатида намоён бўлади. Аммо валюта курсини асосий қиймати бўлиб валюталарнинг харид қобилияти ҳисобланади.

Валюта курси бир қанча хусусиятига кўра, турли хил турларга ажратилади.

3.1 - жадвал

Валюта курсининг туркумланиши

Белгилаш усулига кўра	Эркин сузиб юривчи Қатъий белгиланадиган Аралаш
Ҳисобланишига кўра	Паритетли Ҳақиқий
Нисбат усулига кўра	Кросс курслар Тўғри Эгри Фиксинг
Битим турига кўра	Спот курс Муддатли операциялар курси
Бажариладиган операцияларига кўра	Бир поғонали, ягона валюта курси Кўп поғонали валюта курси тизими
Валюталарнинг харид қобилияти паритетига нисбатан белгиланганига кўра	Юқори Паст Паритетига тенг
Битим иштирокчиларига нисбатан	Харид курси Сотиш курси Ўртача курс
Инфляцияни ҳисобга олишга кўра	Реал Номинал

Валюта курслари икки асосий турга бўлинади: қатъий белгиланган ва сузувчи курслар. Қатъий белгиланган валюта курси жуда тор доираларда ўзгариб туради ёки умуман ўзгармаслиги ҳам мумкин. Сузувчи валюта курслари валютага бозор талаблари ва таклифларига боғлиқ ҳамда ҳажми бўйича доим ўзгариб туради. (Валюта курсининг белгиланишига кўра, бошқа турларга бўлинишини кейинги параграфларда кўриб чиқамиз).

Валюта курсининг хорижий пул бирлигида қатъий белгиланиши валюта котировкаси деб номланади. Бунда миллий валюта

курси тўғри котировка (1, 10, 100 хорижий валюта бирликлари = миллий валюта «х» бирликлари) ҳамда тескари котировка (1, 10, 100 миллий валюта бирликлари = хорижий валюта «х» бирликлари) шаклида белгиланиши мумкин. Икки мамлакат валютаси нисбатини аниқлашда учинчи валютадан фойдаланилса, кросс курс юзага келади.

Амалиётда валюта курсларининг икки тури ўзининг аниқ фарқини топган:

- а) жорий валюта курси;
- б) муддатли валюта битимлари курси.

Жорий валюта курси ўз навбатида учта турни ўз ичига олади:

- биржа спот курси;
- тижорат спот курси;
- параллел бозор курси.

Муддатли битимлар курси ҳам учта турни ўз ичига олади:

- форвард курси;
- опцион контракт курси;
- фьючерс битимлари курси.

Тижорат спот курси ҳар бир битим бўйича алоҳида ҳолда белгиланади. Шунини таъкидлаш муҳими, 90 фоизга яқин спот операциялари жаҳондаги бешта валюталарда: АҚШ доллари, евро, япон ийенаси, британия фунт стерлинги ва швейцария франкида амалга оширилади. Бироқ халқаро ҳисоб – китобларда евронинг улуши мунтазам равишда ўсиб бормоқда, бу хусусан унинг курси барқарор эканлиги билан изоҳланади. Кейинги йилларда Евро курсининг АҚШ долларига нисбатан сезиларли даражада кўтарилиши кузатилмоқда.

Муддатли валюта операцияларидан валюта захираларини валюта таваккалчилигидан ҳимоялаш учун фойдаланилади. Муддатли битимлар курслари муддатли валюта битимларини тузиш пайтида катъий белгиланади ва уларнинг ижросига қадар ўзгармай қолади. Шунини эътиборга олиш лозимки, муддатли валюта операциялари курсининг даражаси фоиз ставкаларидаги фарқига боғлиқ бўлади. Уни аниқлашда битимнинг валютаси бўйича кредитларнинг фоиз ставкаси, баҳолаш валютаси юзасидан эса депозитларнинг фоиз ставкаси олинади.

Агар битим валютадаги кредитларнинг фоиз ставкаси баҳолаш валютасидаги депозитларнинг фоиз ставкасидан юқори бўлса, бу ҳолда олинган натижа дисконт бўлиб ҳисобланади. Агар битим ва-

лютадаги кредитларнинг фоиз ставкаси баҳолаш валютасидаги депозитларнинг фоиз ставкасидан паст бўлса, бу ҳолатда олинган натижа мукофот бўлиб ҳисобланади.

Муддатли битимлар курсини аниқлашда куйидаги иккита формуладан фойдаланилади:

$$\text{Муддатли битимлар курси} = \text{Спот курс} + \text{Мукофот} \quad (3,1)$$

$$\text{Муддатли битимлар курси} = \text{Спот курс} - \text{Дисконт} \quad (3,2)$$

Жаҳоннинг ривожланган мамлакатларида биржа спот курси валюта биржасида фиксинг асосида белгиланади, унинг моҳияти шундан иборатки, биржа курси валюта савдоларининг муайян пайтига талаб ва таклиф асосида аниқланади. Масалан, евро курси Франкфурт-Майнда жойлашган валюта биржасида роппа – роса соат 13.00да аниқланади. Компьютер дастури автоматик тарзда еврога бўлган талаб ва таклиф асосида унинг хорижий валюталарга нисбатан курсини қатъий белгилайди. Бинобарин, биржа курси тижорат спот курсларига асосланади. Шунинг учун ҳам жаҳоннинг ривожланган мамлакатларида биржа курси ва тижорат спот курси ўртасида сезиларли фарқ мавжуд эмас.

Бир ва кўп поғонали валюта курси тизими. Иқтисодий назарияга мувофиқ, бир мамлакат миллий валютаси бошқа мамлакат валютасига нисбатан ягона курсга эга бўлади. ХВФнинг VIII моддасига кўра, миллий валютани жорий операциялар бўйича конвертацияси бўйича мажбуриятларни қабул қилган мамлакатлар, бошқа мамлакатлар камситилишига олиб келувчи кўп поғонали валюта курси тизимидан сақланиши лозим. *Валюта курсининг ягоналиги* (бир поғонали) барча турдаги валюта операцияларга битта самарали валюта курсини қўллаш тушунилади¹⁶.

Кўп поғонали валюта курси тизими деганда, валюта операция тури, иштирокчиси ва валютасига қараб, қонунчиликда белгиланган миллий валютанинг турли самарали валюта курсларининг қўлланилиши тушунилади. Бу тизимни қўллаш фақатгина ХВФ розилиги билан, чекланган муддатга ташки тўловлар билан боғлиқ маълум муаммоларни бартараф этиш учун ва ўтиш жараёнида кiritилиши мумкин. Кўпинча ўтиш иқтисодиётига эга мамлакатларга хос бўлган икки поғонали тизим қўлланилади: қатъий белгиланган

¹⁶ Киреев А.П. Международная экономика: В 2 ч. Ч. II. Международная макроэкономика открытая экономика и макроэкономическое программирование.

расмий курс ва бозор курси. Бошқа кўриниши, яъни миллий валютанинг икки ёқлама котировкаси бўлиб, алоҳида тижорат ва молиявий операциялар бўйича ҳисобланади. Бу усулдан саноати ривожланган мамлакат марказий банклари спекулятив валюта операциялари авж олганда фойдаланишади. Бу усул экспортни рағбатлантириш билан бирга миллий валютани кескин тебранишлардан сақлашга имкон беради.

Собиқ Иттифок даврида кўп погонали валюта курси қўйидагиларга бўлинган: расмий (01.01.61 йилдан бошлаб), махсус (01.11.89 йилдан), СССР Внешэкономбанк ўтказадиган аукцион валюта курси (01.11.89 йилдан), тижорат (01.11.90 йилдан бошлаб) ва «қора бозор» курси.

Расмий курс халқаро статистик кўрсаткичларни иқтисодий таҳлилида қўлланилган. Махсус курс совет ва хорижий фуқароларга хизмат кўрсатишда фойдаланган. Тижорат курси ташқи савдо операциялари, Собиқ Иттифок ҳудудида хорижий капитал қўйилмаларга ҳамда носавдо хусусиятга эга ҳисобларга хизмат қилган. Тижорат курсини жорий этиш билан бир вақтда экспорт ва импорт бўйича шартнома баҳосини қайта ҳисоблашда қўлланиладиган дифференциалашган валюта коэффициентлари (дифференцированные валютные коэффициенты) бекор қилинди.

Расмий, махсус ва тижорат курслари собиқ СССР Давлат банки томонидан қатъий белгиланган. 1992 йил январидан бошлаб, нархларнинг эркинлашуви валюта курси режимида ўзгаришлар содир бўлди.

Валюта курси қийматининг асоси бўлиб харид қобилиятининг паритети (ХҚП) хизмат қилади. Харид қобилияти товарлар, хизматлар, инвестициялар юзасидаги ўртача миллий нархлар даражаларини ифодалайди. Харид қобилиятининг доимий паритетини сақлаб турувчи валюта курси – бу шундай номинал валюта курсидирки, бунда реал валюта курси ўзгармайди.¹⁷

Банкнотларнинг олтинга эркин алмаштирилиш ва мамлакатлар ўртасида олтиннинг эркин муомалада бўлиш вақтида олтин нукталар механизмининг ҳаракати сабабли валюта курси харид қобилият паритетидан маълум даражада четлашиши мумкин. Олтин нукталари механизмида валюта курсини танга паритетидан четлашиш (одатда 1 фоиздан ортиқ бўлмаган): пастки (бу даражага

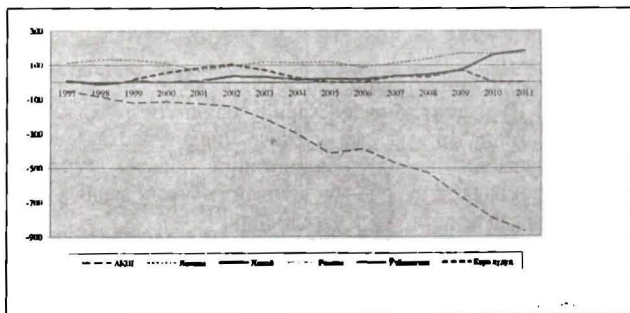
¹⁷ Иқтисодий назария курси (Курс экономической теории). Чепурниа М.Н. таҳрири остида, Киров, 1995 й.

етганда олтиннинг мамлакатдан четга чиқиши бошланади) ва юқори (унинг мамлакатга кириб келиши бошланади) чегаралари белгиланади. Танга паритети – турли мамлакатларнинг пул бирликларига (тангалардаги) олтин оғирлигига нисбати.

Қоғоз пул муомаласи шароитларида валюта курслари харид қобилияти паритетидан жиддий тарзда четга оғиши мумкин. Саноати ривожланган мамлакатларда бундай четлашиш сўнги ҳисоблабларга кўра 40% ни ташкил этган. Аксарият ривожланаётган мамлакатларда ва иқтисодиёти ўтиш давридаги мамлакатларда миллий валюта курси паритетга нисбатан 2 – 4 мартаба пастдир¹⁸.

Валюта курсининг харид қобилияти паритетидан четлашиши валютага бўлган талаб ва таклиф таъсири остида амалга ошади, улар ўз навбатида турли омилларга боғлиқ бўлади.

Жаҳон иқтисодиётида интеграция жараёнларининг чуқурлашуви муносабати билан капиталларнинг халқаро ҳаракати ҳажми тез суръатлар билан ортиб бормоқда, натижада молиявий активларнинг валюталар харид қобилиятига бўлган таъсири кучайиб бормоқда. Хусусан, миллий валюталар айирбошлаш курсларининг юзага келиши халқаро савдони ривожланиши билан боғлиқ. Шу билан бирга улар нафақат халқаро савдога, балки миллий иқтисодиётга ҳам сезиларли даражада таъсир этиб, баъзан салбий ҳусусиятга ҳам эга бўлиши мумкин.



3.1-расм. Мамлакатлар жорий операциялар балансининг ўзгариш суръатлари¹⁹ (млн. долларда).

¹⁸ www.imf.org

¹⁹ World Economic Outlook. Financial Systems and Economic Cycles. IMF sep. 2012.

Одатда, экспортни рағбатлантириш мақсадида, миллий валюта курси паритетига нисбатан паст қийматда ушлаб турилади. Масалан, ҳозирги пайтда жаҳон майдонларида экспорт салоҳияти ошиб бораётган Хитой узоқ вақт давомида юань курсини ревальвация қилишга қарши бўлиб келмоқда (3.1 – расмга қаранг).

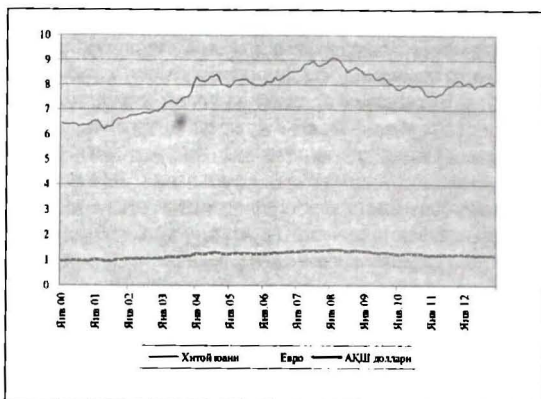
3.1-расмдан кўриб турганимиздек, Япония, Хитой ва Россиянинг савдо балансларида ижобий сальдо ўсиб бормоқда, АҚШда эса аксинча йилдан йилга пасайиш кузатилмоқда. Тўлов баланси ижобий сальдога эга мамлакат валюта курси кўтарилиши ва аксинча ҳолатда тушиши керак. Аммо навбатдаги чизмадан ушбу фикр ҳар доим ҳам кузатилмаслигига амин бўлаемиз.

3.2-расмда кўрсатилган ҳолат, Хитой юани унинг савдо баланси сальдосига асосан ўзгаришини акс этмаяпти. Яъни, Хитой валютаси асосан 2008 – 2012 йилларда ижобий сальдога эга бўлиши, шу даврда унинг валютаси ревальвацияланиши (расмдаги эгри чизик пастга қараб ҳаракат қилиши) керак. 2008 – 2010 йилларда юан 9,05дан 7,56 гача ревальвацияланган бўлса, ҳам 2011 – 2012 йилларда унинг қиймати ушлаб турилди.

Бу ҳолат юзасидан, АҚШ ҳукумати Хитой Халк Республикасига валютасини ревальвациялаш бўйича бир неча бор мурожаат қилган. Аммо Хитой ҳукумати мурожаатини қабул қилмаган. Хитой юанида кузатилаётган бу ҳодиса экспортни рағбатлантириш мақсадида, валюта курсини унинг паритетидан паст даражада ушлаб турилганини кўрсатади.

Бунинг аксинча ҳолати, яъни АҚШда сўнгги йилларда ўсиб бораётган савдо баланси дефицити доллар курсига ҳам худди шу тарзда таъсир этиши керак эди. Аммо 3.2- расмдан кўриб турганимиздек, девальвация суръатлари сезиларсиз кечмоқда. Бу ҳолат АҚШ хорижий капитални жалб қилиш бўйича етакчи мамлакатлар каторида туриши билан боғлиқ. Яъни савдо баланси дефицитини капитал оқими профецити билан ёпилмоқда.

Валюта бозорида талаб ва таклифга хизмат қилувчи дилер, брокер ва бошқа воситачилар фаолият юритишади. Ҳар қандай олди – сотди битими каби, валюта операцияларида ҳам харид ва сотиш курслари бир – бирларидан ажратилади. Улар ўртасидаги фарк маржани ташкил этади ва у воситачиларнинг асосий даромад манбаини шакллантиради.



3.2-расм. Валюта курсларининг SDRга нисбатан ўзгариши²⁰

Валюта бозорида фойдаланиладиган энг мухим тушунчалардан бири реал ва номинал валюта курси тушунчаларидир. Реал валюта курсини икки мамлакат товарларининг тегишли валютада олинган баҳолар муносабати сифатида белгилаш мумкин. Номинал валюта курси мамлакат валюта бозорида вақтнинг ҳозирги пайтида амалда бўлган валюталар айирбошлаш курсини кўрсатади.

Ж.Кейнс томонидан биринчилар қаторида асосланган активларга бўлган талаб назарияси, фоиз ставкаларининг пулга бўлган талабга қай даражада таъсир қилишини кўрсатади. Ушбу назария бошқа бир хил шароитда бозор иштирокчилари нисбатан кўпроқ даромад келтирувчи активларни афзал кўришини исботлайди²¹. Демак, фоиз ставкаларини ошиши нақд пул даромадлигига қараганда ликвидлилиги паст бўлган активларнинг даромад меъёрини оширишга олиб келади. Шу сабабли фоиз ставкасини ўсиш жараёнида хўжалик юритувчи субъектлар ўз бойликларини кўпроқ қисмини бозор даражасида фоиз даромади келтирадиган пул қуринишда бўлмаган активларда ва камроқ қисмини пул кўринишида сақлашни афзал кўрадилар. Хулоса қилиб айтганда, бошқа шароит-

²⁰ www.imf.org

²¹ Эд. Долан, К. Кэмпбэлл, Р. Кэмпбэлл. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. – СПб.: СП оркестр, 1994. – 360 б.

лар бўлганда бир хил фоиз ставкаларининг ошиши пулга бўлган талабнинг камайишига олиб келади.

Фоиз ставкаси даромад келтирадиган облигациялар кўринишида эмас, балки нақд пул тарзида маблағларни сақлаш натижасида йўқотилган имконият меъёрини ўлчашини ҳисобга олиш муҳим. Бундан келиб чиқиб, фоиз ставкасининг ошиши нақд пул кўринишидаги ресурслар сақлаш харажатларини ўсишига, ва натижада пулга бўлган талабни пасайишига олиб келади.

Пул массаси ва нарх-наво даражаси ўртасида аниқ пропорционал мутаносиблик аниқланмаган²². Буни куйидагича тушунтириш мумкин: ишлаб чиқариш ҳажми, фоиз ставка ва реал пулга бўлган ялпи талаб пул массасига алоқаси бўлмаган сабаблар туфайли ҳам ўзгаради. Масалан, ишлаб чиқариш ҳажми капитални жалб қилиш ва техника янгиликларини қўллаш натижасида ўзгаради, пулга бўлган талаб эса демографик анъаналарга, ёки нақд пулларни кўчириш бўйича электрон қурилмаларни ўрнатиш каби молия соҳасида киритилган янгиликларга боғлиқ бўлади. Шу билан бирга, аксарият мамлакатларнинг реал иқтисодиёти узоқ муддатли мувозанат ҳолатида камдан-кам бўлади. Шунга қарамасдан, маълумотлар аниқ ва равшан қилиб пул массаси билан баҳо даражаси ўртасидаги тўғридан – тўғри боғлиқликни намоёниш қилади. Агар иқтисодиётнинг реал кўрсаткичлари узоқ муддатли даврдаги пул таклифлари ва баҳо даражасининг ўзаро боғлиқ ўзгаришларини катъий исботлар билан таъминламас экан, пулга бўлган талабнинг бу назарияда асосланганлиги жиддий шубҳа уйғотади.

Шунинг учун, валюта курси иқтисодий категория сифатида конкрет режим ва таъсир этувчи омилларга эга. Буларни илмий асосда ўрганиш Ўзбекистон учун объектив зарурат бўлиб ҳисобланади.

3.2. Валюта курсини макроиқтисодий таҳлили моделлари

3.2.1. Валюта курсини харид қобилияти паритети (ХҚП) орқали баҳоланиши

Харид қобилияти паритети концепциясининг муаллифи ХХ асрнинг таниқли швед иқтисодчиси Стокгольм иқтисодий мактаби-

²² Эд Долан, К Кэмблэлл, Р Кэмблэлл Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. – С Пб. СП оркестр, 1994 – 338 б.

нинг асосчиси Густав Кассельга²³ тегишлидир. Г.Кассель етук математик бўлганлиги учун халқаро бозорларнинг миқдорий қонуниятларини аниқлашга ҳаракат қилган. Биринчи жаҳон урушидан сўнг олтин стандартидан воз кечиш оқибатида валюталарнинг курси ва реал харид қобилияти орасидаги паритет бузилди. Г.Кассель Давид Рикардонинг валюта курси ва пулни ички тўлов қобилияти орасида аниқ боғлиқлик бўлиши керак деган ғоясига мурожаат қилди. Г.Кассель фикрига кўра валюта курсини харид қобилияти паритетига асосан ўрнатилиши халқаро бозорларни мувозанат ҳолатига олиб келиши керак эди. Ўзининг назарий изланишларини 1916 йил эълон қилиб, урушдан кейин кенг тарғиб эта бошлади. «Харид қобилияти паритети» тушунчаси Г.Кассель томонидан 1918 йил «Economic Journal» да мақола чоп этгандан сўнг иқтисодий терминологик оборотга киритилди. У 1920 йилда Миллатлар Литасига (ҳозирги БМТ га ўхшаш ташкилот) харид қобилияти паритетидан халқаро валюта сиёсатини асоси сифатида фойдаланишни таклиф этди.

ХҚП назарияси ХХ аср бошида валюта курсини давлат ичидаги баҳолар даражаси билан боғлиқлиги тўғрисидаги назария асосида келиб чиққан. Аммо валюта курси баҳоларга таъсир этадими ёки баҳолар валюта курсини аниқлайдими ноаниқ эди. Г.Кассель оддий ғояга суянди. Агарда маълум вақтда товарларни баҳосига асосан АҚШ да сотиб олиш Буюк Британияга нисбатан маъқул бўлса америка товарларига талаб ортади. Натижада GBD/USD курси стабиллашади ва қаерда товар сотиб олишнинг умуман фарқи бўлмайди. Агарда валюта курслари чекланган бўлса арбитраж операциялари орқали товарлар баҳосини ўзгаришига олиб келади.

Уларнинг тебраниши товар арбитражидан тушадиган фойда йўқолгунга қадар давом этади.

Шундай фикр юритиш натижасида бир хил баҳо қонуни (Law of one price) га асос солинди. Унга кўра мукамал рақобат шароитида бир хил товарлар бир хил валютада ифодаланса бир хил баҳога эга бўлади.

Математик формулада бир хил баҳо қонуни қуйидагича ифодаланади:

$$P_d^i = E d/f \cdot P_f^i \quad (3,3)$$

бу ерда: P_d^i – i – товарнинг ички бозордаги баҳоси;
 P_f^i – i – товарнинг ташқи бозордаги баҳоси;

²³Инфляция и валютный курс. Г.Кассель-М., «Эльфа пресс», 1995г.

$E_{\$/\text{r}}$ – валюта курси.

Ягона баҳо қонунидан харид қобилияти абсолют паритети (ХҚАП) (absolute parity of purchasing power theory) келиб чиқади.

Бунга мувофиқ давлатлар орасидаги айирбошлаш курси давлатлардаги товарлар баҳолари нисбатига тенгдир. ХҚАП назариясида валюта курси қуйидаги формулада ифодаланлади:

$$E_{\$/\text{r}} = P_d / P_r \quad (3,4)$$

бу ерда: P_d – товар ва хизматларнинг ички бозордаги баҳоси;

P_r – товар ва хизматларнинг ташқи бозордаги баҳоси.

ХҚАП нинг ягона баҳо қонунидан фарқи шундаки, қонун фақат битта товар баҳоси ҳисобига олади, ХҚАП назарияси эса барча товарлар баҳосини ҳисобга олади.

Аммо ички ва ташқи товарлар баҳосининг умумий қийматини қандай аниқлаш мумкин? Кўп ҳолларда статистик бўлимларда икки давлатда мавжуд бир хил товарларнинг савати тузилади. Бир хиллик бир – бирини тўлагигича ўрнини босиш ва иқтисодий нуқтаи назардан улар орасида фарқ йўқлигини билдиради.

ХҚАП назариясининг асосий ютуғи шундаки, бу назария орқали қандай қилиб миллий валюта курсини қувватини ошириш мумкин деган саволга жаваб беради. Бунинг учун инфляцияни пасайтириш орқали ички пулларнинг харид қобилиятини ошириш мумкин.

Аммо бу назариянинг асосий камчилиги эса амалда ишламаслигидир. Чунки товар ва хизматларнинг яратиш учун кетадиган харажатлар турли давлатларда турличадир. Оқибатда баҳолари ҳам турлича бўлиб чиқади.

XX аср бошларида Г.Кассель назариясига ўз қарашларини Дж.М.Кейнс билдирган. Унинг фикрича «харид қобилияти паритети катта эътибор талаб этади, аммо у валюта курсларини аниқлашнинг аниқ барометри бўлиб хизмат қилмайди». Кассель ўз назариясидаги баъзи камчиликларни тан олади, унинг фикрича, назариянинг ишламаслигига сабаб «Валютанинг келажагига ишонч бўлмаслиги оқибатида пулнинг ички қобилиятини пасайиши, спекулятив операциялар ва х.к.» бўлиши мумкин. ■

Шундай қилиб географик жойлашув, капиталларнинг транснационал ҳаракати, харажатлар ва ташқи савдога тўсиқлар халқаро савдога рақобатни номукамал қилади. Ундан ташқари бир хил категориядаги товарларнинг ўзи сифат ва йўналтирилганлиги жиҳа-

тидан ҳар хил бўлади. Шунинг учун иқтисодий фан харид қобилиятини абсолют паритетини (ХҚАП) амалга ошмаган назария деб ҳисоблайди.

1970 йилларга келиб бу назарияни янгилашга уринишлар бўлди. Иқтисодчилар томонидан валюта курсининг ўзгаришлари баҳоларнинг абсолют ўзгаришлари эмас, балки нисбий кўрсаткичлари орқали тушунтириш мумкин деб ҳисоблай бошладилар. Натижада харид қобилиятининг нисбий паритети ХҚНП назарияси вужудга келди (Relative parity of purchasing power theory). Унга мувофиқ валюта курсларининг тебраниши давлатлардаги баҳоларнинг нисбий ўзгаришига пропорционалдир. Математик формулада ХҚНП қуйидагича ифодаланади:

$$E^1_{d/f} = \frac{E^0_{d/f} \cdot (P^1_d / P^0_d)}{(P^1_f / P^0_f)} \quad (3,5)$$

бу ерда:

P^0_d = база даврдаги ички бозордаги товарлар ва хизматлар баҳоси даражаси;

P^0_f = база даврдаги ташқи бозордаги товарлар ва хизматлар баҳоси даражаси;

P^1_d = жорий даврда ички бозорда товарлар ва хизматлар баҳоси даражаси;

P^1_f = жорий даврда ташқи бозорда товарлар ва хизматлар баҳоси даражаси;

$E^0_{d/f}$ = база давридаги валюта курси;

$E^1_{d/f}$ = жорий давридаги валюта курси.

Эмпирик мақсадларда база валюта курси сифатида валюта курсининг катта ёки ўрта тебраниш даражаси бир хил давр олинади. Баҳоларни ўлчовчи сифатида кўп ҳолларда қуйидаги кўрсаткичлар ишлатилади: истеъмол баҳолари индекси, ишлаб чиқарувчиларнинг улгуржи баҳолари индекси ва ЯИМ дефлятори. Валюта курсини ўзгариш динамикасини ХҚНП орқали прогнозлаш икки давлатдаги инфляция даражасини таққослаш орқали валюта курсини келгусидаги экстрополяциясига тўғри келади. Бунда у қуйидаги кўринишга эга бўлади:

$$P_d - P_f = \frac{(E_{t+1} - E_t)}{E_t} \quad (3.6)$$

бу ерда:

P_d ва P_f = ички ва ташқи бозордаги инфляция;

E_t ва $E_{t+1} = t$ ва $t+1$ даврдаги валюта курси.

ХҚНП назарияси кўп ҳолларда фойдали инструмент бўлиб хизмат қилиши мумкин.

Биринчидан: унинг ёрдамида узоқ муддатли валюта курси номинал динамикаси прогнозлари тузилади. Тузилган прогнозлар асосида валюта курси ва ХҚП орасидаги мустаҳкам корреляцияни аниқлаш мумкин.

Иккинчидан: инфляциянинг юқори даражаси даврида ХҚНП орқали макроиктисодий номутаносибликни баҳолаш мумкин.

Учинчидан: паритетлар асосида миллий товарлар ва хизматларнинг ҳақиқий баҳоси аниқланади.

3.2.2. Монетар концепция

Бреттон Вудс валюта тизимининг таназзули ва валюта курсларининг сузиб юрувчи режимга ўтказилиши иқтисодчилардан курсни шакллантириш бўйича янги усулларни ишлаб чиқишни талаб этди. Бу борада бажарилган илк ишлар фоиз ставкаси ва валюта курси ўртасида боғлиқликни акс этган. Шу йўсинда *фоиз ставкасининг қопланмаган паритети гипотезаси* юзага келди. Бу моделнинг асосчилари бўлиб, Ж.Билсон, Ж.Лонгворт ҳамда Р.Миз ва К.Рогофф ҳисобланишади. Гипотезага мувофиқ, икки мамлакат фоиз ставкалари ўртасидаги фарқ мос даврда валюталарнинг номинал курси ўзгариши билан қопланиши керак. Фоиз ставкасининг қопланмаган паритети гипотезасининг ишлаб чиқиши валюта курсини таҳлил қилишнинг монетаристик концепциясига асос солди.

Асосий монетаристик модел валюта курсини аниқлаш учун етита тенгламани ўз ичига олади. Монетаристик моделнинг энг содда кўриниши Буюк Британия пул муомаласини ўрганиш учун Ж.Рикардо, Ж.Уитли ва классик мактабнинг бошқа вакиллари томонидан қўлланиб келинган. Кейинчалик Г.Кассель биринчи жаҳон уруши даврида немис маркасининг қадрсизланиши бўйича олиб борган тадқиқоти таҳлилларида қўллаган. Монетаристларнинг замонавий модели ХВФ мутахассислари Я.Френкел (1976 йилда) ва М.Муссо (1976-1979) ишларида шакллантирилди. Модел бир қанча таркибий қисмлардан иборат: пулнинг қиймат назарияси, харид қобилияти паритети, реал ва номинал фоиз ставкалар боғланишини акс этган Фишер тенгламаси, рационал кутиш гипотезаси, самарали бозор гипотезаси.

Монетаристик моделдан келиб чиқадиган асосий хулоса эгилувчан нархлар шароитида валюта курси пул таклифи, миллий даромад ва қисқа муддатли фоиз ставкаларига боғлиқ бўлади. Бир қатор соддалаштиришларни амалга ошириб, монетаристлар очик иқтисодиётдаги мувозанатни пул бозоридаги мувозанатга боғлиқ деб эътироф этишади. Реал валюта курсининг юқори тебранувчанлиги навбатдаги янги турдаги икки моделни: умумий мувозанат ва қатъий нархлар моделларнинг шаклланишига олиб келди.

Умумий мувозанат моделининг асосчилари бўлиб, А.Стокмен (1980 йилда) ва Р.Лукас (1982 йилда) ҳисобланишади. Улар икки мамлакат бозорлари мувозанатини ўрганишга эътибор қаратишган. Бу товар, меҳнат, пул, валюта, ҳамда хорижий ва ички облигациялар бозоридаги баланс билан аниқланди. Модел ўз ичига иқтисодий агентларнинг фойдалилигини ошириш функциясини олган ва бу билан микро- ва макро- даражадаги таҳлилларни боғлашга ёрдам берди. Умумий мувозанат модели монетаристик моделнинг кенгайтирилган шакли сифатида тавсифланиши мумкин. Аммо унинг мураккаблиги, нафлилик функциясини баҳолаш қийинчилиги билан боғлиқ эконометрик ҳисоб – китобларни амалга ошириб бўлмаслиги оқибатида моделни валюта таҳлилидан секин – секин чиқиб кетишига олиб келган.

Қатъий нархлар билан акс этган илк монетаристик модел (валюта курсининг гиперреакция модели) Массачусетс технология институти профессори Р.Дорнбуш томонидан 1976 йилда ишлаб чиқилган²⁴. Агар товар баҳолари мутлақ эркин бўлиб, пул таклифи сингари тебранувчан бўлганида эди, пул таклифининг реал қиймати аввалгидек сақланиб, валюта курси янги узоқ муддатли мувозанат даражасига кўтарилиши натижасида фоиз ставкалари ўзгармаган бўларди. Лекин амалда, пул таклифининг реал иқтисодиётга таъсири нейтрал бўлишига қарамасдан товар нархлари, айниқса қисқа муддатларда сезиларли қатъийликда бўлади.

Р.Дорнбуш валюта курсининг гиперреакция моделида номинал пул таклифининг кескин қисқариш ҳодисасини ўрганган. Тадқиқот натижаларига кўра, товар нархлари қисқа муддатда ўзгармаслиги сабабли, иқтисодиётда пулнинг реал таклифини тушиши кузатилади. Шу ўринда айтиш жоизки, Р.Дорнбуш иқтисодий кўрсаткичлар гиперреакциясини таҳлил қилган биринчи тадқиқотчи ҳисобланмайди. Бу борада билдирилган фикр – мулоҳазалар А.Маршалл-

²⁴ Этот изменчивый обменный курс. М.: Дело, 2001

нинг «Иқтисодий назария тамойиллари» китобида амалга оширилган қисқа ва узоқ муддатли нархларнинг мойиллиги таҳлилида акс этган. П.Самуэлсоннинг «Иқтисодиёт асослари» китобида Ле Шателье-Брауннинг иқтисодий жараёнларга тамойилини²⁵ қўллаган бўлиб, унда баъзи кўрсаткичлар ўзгариши секин, бошқалари эса тезкорликда кузатилишини таъкидлаган.

Шундай бўлсада, Дорнбушнинг модели ўзига хос жиҳатларни камрай олган. Биринчидан, унда Манделл-Флеминг моделининг бирламчи шаклига бозорнинг мукамал бўлмаслик элементи кўшимча қилинган. Иккинчидан, Дорнбуш биринчи бўлиб, халқаро молия назариясида қатъий нархларни рационал кутиш билан туташтирган, бу эса валюта курсининг барча замонавий моделлари асосида ётади. Учинчидан, К.Рогофф таъкидлаганидек, Дорнбуш модели бошқа моделлардан фарқли ўларок, содда ва таҳлилининг аниқлиги билан ажралиб туради²⁶. Ҳозирги кунда ҳам модел яратилганлигига бир неча ўн йилликлар ўтганига қарамасдан, Дорнбушнинг гиперреакция модели макроиқтисодий таҳлилларда самарали инструмент бўлиб ҳисобланади.

3.2.3. Оптимал валюта ҳудудлар назарияси

Сўнгги пайтларда жаҳон иқтисодиётида кузатилаётган интеграция жараёнлари ХВФ мутахассислари Роберт Манделл ва Маркус Флеминг томонидан 1960 – йилларда яратилган оптимал валюта ҳудудлар назариясига асосланган ҳолда олиб борилмоқда²⁷. Бу назария асосида замонавий Европа валюта тизими шакллантирилган.

Оптимал валюта ҳудуди бу бир гуруҳ мамлакатларнинг келишган ҳолда, марказлашган валюта сиёсатини олиб бориши тушунилади. Бундай сиёсат ўз навбатида, ҳудудга кирган мамлакат ўртасида маълум кўрсаткичларнинг ўзаро мувофиқлигини талаб этади. Манделл – Флеминг модели бундай шароитда валюта сиёсатининг самарадорлигини кўрсатиб берган.

Маълумки, «IS-LM» модели товар ва пул бозоридаги мувозанат орқали макроиқтисодий барқарорликка эришишни акс этади. Ман-

²⁵ *Принцип Ле Шателье – Брауна* — тизимни мувозанатдан чиқарадиган ташки омил таъсири унда дастлабки ўзгаришни юмшатувчи жараёнларни юзага келтиради.

²⁶ Rogoff K. Dornbush's Overshooting Model after Twenty-Five Years. IMF Working Paper No 39, 2002, p. 19

²⁷ Boughton J. On the Origins of the Fleming—Mundell Model. IMF Working Paper No 107, 2002, p. 6

делл – Флеминг модели бунга қўшимча равишда, очик иқтисодиёт учун тенгламаларни ҳам ўз ичига олган. Модел куйидаги учта тенгламадан иборат:

$$(IS) Y=C(Y-T)+I(r)+G+NX(Y,e) \quad (3.7)$$

$$(LM) M/P=L(r, Y) \quad (3.8)$$

$$r=r^* \quad (3.9)$$

(3.7) тенглама – товар бозорида мувозанатга эришилганида Y даромад ва g фоиз ставкаси ўртасидаги муносабатни кўрсатувчи IS эгри чизигининг тенгламасидир. Бу тенглама ялпи даромад C истеъмол, I инвестиция, давлат харажатлари ва NX соф экспорт йиғиндисига тенглигини кўрсатади. Одатий IS-LM моделидан фаркли равишда бу ерда, e валюта курси иштирок этади. Валюта курси кўтарилганида соф экспорт камаяди, курс тушганида соф экспорт ошади.

(3.8) тенглама – LM эгри чизигининг тенгламаси ҳисобланади. Бу тенглама пул бозорида мувозанат бўлганида Y даромад ва g фоиз ставкаси ўртасидаги муносабатни акс этади. Тенгламага мувофик, пул таклифи (M/P) g фоиз ставкаси ва Y даромад функцияси ҳисобланадиган пул талаби (L)га тенг бўлиши керак. Марказий банк томонидан аниқланадиган M пул таклифи ва P нархлар даражаси экзоген ўзгарувчи ҳисобланади.

(3.9) тенглама – ички g фоиз ставкаси r^* жаҳон даражасига тенг бўлиши кўрсатади. Моделнинг айнан шу томони кичик очик иқтисодиёт (валюта ҳудуди) жиҳатидан келиб чиқади.

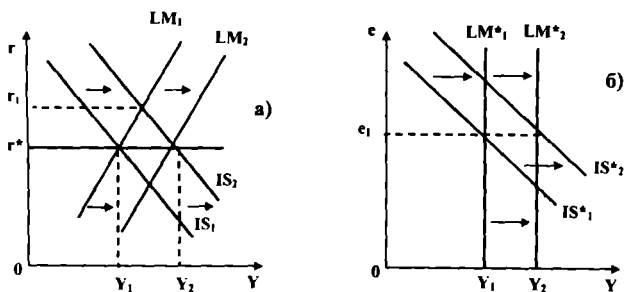
Манделл – Флеминг модели учта эндоген ўзгарувчидан таркиб топган: Y = ялпи даромад, g = фоиз ставкаси ва e = валюта курси. Ўз навбатида, учта ўзгарувчидан иборат икки ўлчамли график тузиш имкони йўқлиги туфайли, моделни иккита график орқали акс эттириш мумкин.

Манделл-Флеминг модели қатъий белгиланган ва эркин сузиб юрувчи курс режимида макроиқтисодий сиёсатни таҳлил қилиш имконини беради.

Қатъий белгиланган валюта курсида макроиқтисодий сиёсат йўналиши. Қатъий белгиланган валюта курси режимида Марказий банк белгиланган курс бўйича миллий валютани сотиш ёки харид қилиш мажбуриятини ўз зиммасига олади. Бу ҳолда, ички мувозанатни таъминлашга қаратилган макроиқтисодий сиёсат одатда,

тўлов балансининг ижобий ёки салбий сальдосига олиб келади. Ташқи мувозанатнинг бундай бузилиши давлатнинг мос сиёсати билан бартараф этилиши лозим. Масалан, Марказий банк тўлов балансининг салбий сальдоси юзага келганида, интервенцияни амалга ошириши лозим, бу эса ўз навбатида олтин – валюта захирасининг камайишига олиб келади. Марказий банк интервенцияни амалга ошириши моделда LM эгри чизигининг силжишида акс этади.

Солиқ - бюджет сиёсати. Кичик очиқ иқтисодиётга рағбатлантирувчи солиқ – бюджети сиёсати оқибатларини мисол тариқасида кўриб чиқамиз (масалан давлат харажатларини оширилиши). Давлат харажатларининг кўпайиши жами талабни келтириб чиқаради – IS чизиги ўнгга IS₂ гача силжийди (3.3 - расм). 3.3 - расмдан кўриш мумкинки, бунинг натижасида фойда ўсиши билан бирга фоиз ставкаси ҳам r_2 гача кўтарилади, чунки фойданинг ўсиши пулга бўлган талабни кўпайтиради. Бир вақтнинг ўзида фоиз ставкасининг юқорилиги чет эл капиталини оқиб киришини фаоллаштиради, актив сальдо ҳисобини ошишига ва умуман тўлов балансини яхшиланишига олиб келади.



3.3 – расм. Қатъий белгиланган валюта курсида солиқ-бюджет сиёсати²⁸

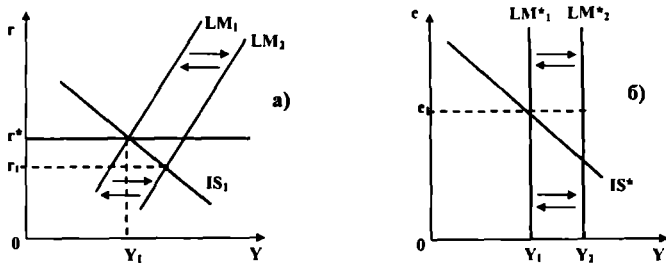
Давлатга чет эл капиталини кириб келишининг кучайиши миллий валюта курси ошишига олиб келади. (3.3 (б) - расм). Валюта курсини белгиланган e_2 даражада ушлаб туриш учун Марказий Банкдан интервенция қилишни талаб этади (чет эл валютасини со-

²⁸ Boughton J. On the Origins of the Fleming—Mundell Model. IMF Working Paper No 107, 2002.

тиб олиб, миллий валютани сотиш), бу ўз навбатида пул массасини ошишига олиб келади. Пул таклифни кўпайиши LM чизигини ўнгга силжитади ва фойз ставкасини тушишига олиб келади. Бу ҳолат ички фойз ставкасининг жаҳондаги фойз ставкаси билан тенглашгунча давом этади.⁹

Шундай қилиб, қисман очик иқтисодиётда белгиланган валюта курси шароитида фойда даражаси (Y) рағбатлантирувчи бюджет-солиқ сиёсати натижасида, ёпиқ иқтисодиётдагига нисбатан юқори даражада ўсади. Бу давлат харажатларининг фойда даражасига таъсирини пул массаси ошиши эффекти орқали таъсири билан изоҳланади.

Пул-кредит сиёсати. Белгиланган валюта курси шароитида рағбатлантирувчи кредит – пул сиёсатини кичик очик иқтисодиётга таъсирини кўриб чиқсак. Пул таклифининг кўпайиши LM чизигини LM_2 гача ўнгга силжишини англатади (3.4– расм). Натижада фойз ставкаси пасаяди, бу инвестицияларни кенгайтишига ва фойданинг ошишига олиб келади. Шунинг билан бирга, ички фойз ставкаларини жаҳондагига нисбатан пасайиши ($r_1 < r^*$) (3.4 (а) – расм) капитални давлатдан чиқиб кетишига ва тўлов балансини дефицитга (каммадини) ҳосил бўлишига олиб келади.



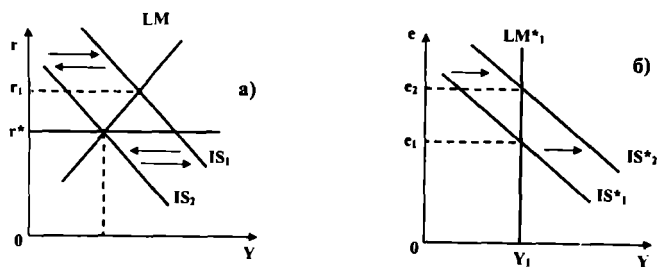
3.4-расм. Қатъий белгиланган валюта курсида пул-кредит сиёсати²⁹

Капитал чиқиб кетиши ва тўлов баланси дефицити чет эл валютасига бўлган талабни кўпайтиради ва миллий валюта курсини пасайишига олиб келади. (3.4 (б) – расм). Агарда марказий банк миллий валюта курсини белгиланган даражада ушлаб турмоқчи

²⁹ Boughton J. On the Origins of the Fleming—Mundell Model. IMF Working Paper No 107, 2002.

бўлса валюта интервенциясини ўтказиши лозим бўлади (чет эл валютасини сотиб, миллий валютани харид қилиш). Натижада пул массаси қисқаради. Оқибатда LM чизиғи чапга LM_1 ҳолатига қайтади. Пул массаси ҳажмининг қисқариши билан фойз ставкаси кўтарилади ва капитал чиқиб кетиши тўхтайтиди. Маълум вақтдан сўнг иқтисодиёт аввалги ҳолатига қайтади. Рағбатлантирувчи пул-кредит сиёсати орқали пул массасининг ўсиши фойдага таъсир этмасдан тўлов баланси орқали, «ўтиб кетади». Шундай қилиб белгиланган валюта курсида кредит-пул сиёсати самарасиз бўлиб қолади, чунки пул массасини кўпайтиришга бўлган ҳаракатлар валюта бозоридаги интервенция орқали чекланади (нейтраллаштирилади).

Энди *сузиб юривчи валюта курсида* макроиктисодий сиёсат оқибатлари таҳлиliga тўхталамиз. Бу шароитда Марказий Банк валюта бозори фаолиятига аралашмайди, яъни миллий валюта курси (соф экспорт миқдорига NX ҳам) тўлов балансидаги тебранишлар бартараф этилмагунча ўзгаришига йўл қўйиб беради. Бундай шароитда Марказий Банкнинг валюта резерв ва пул базасининг ўлчамлари ўзгармай қолади. Бошқача қилиб айтганда, агарда давлатда сузиб юривчи валюта курси қабул қилинса тўлов балансининг тенглашиши давлат аралашувисиз автоматик тарзда содир бўлади.



3.5 – расм Сузувчи валюта курсида солиқ-бюджет сиёсати³⁰.

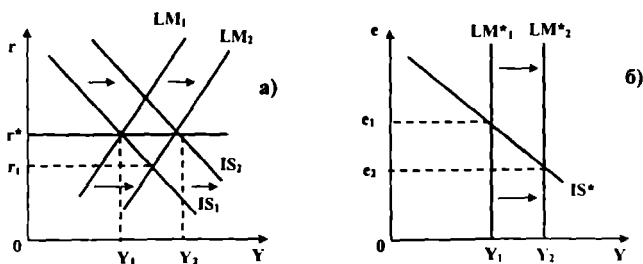
Солиқ – бюджет сиёсати. Кичик очик иқтисодиётга асосланган иқтисодиётда сузиб юривчи валюта курси давлат томонидан олиб борилаётган солиқ-бюджет сиёсатига қарши ишлайди ва давлатнинг барча ишлари самарасини йўққа чиқаради. Мисол тариқасида рағбатлантирувчи солиқ-бюджет сиёсати оқибатларини

³⁰ Boughton J. On the Origins of the Fleming—Mundell Model. IMF Working Paper No 107, 2002.

кўриб чиқсак (3.5 – расм). Давлат томонидан товар ва хизматларни харид қилиниши кўпайиши жами талабни оширади (IS чизигини IS_2 гача силжитади). Даромадларнинг ошиши бир вақтнинг ўзида фоиз ставкаларини r_2 даражага ўсишига олиб келади (3.5 (а) – расм). Бу капиталнинг кириб келишини ва мусбат тўлов балансини ҳосил бўлишига сабаб бўлади. Сузувчи валюта курси миллий валюта қиймати тўлов баланси сальдосини тенглаштириш учун ўсади.

Валюта курсини ўсиши оқибатида соф экспортнинг NX камайишига олиб келади. IS чизиги чапга силжийди. Валюта курси ўсиши ва соф экспорт ҳажмининг камайиши тўлов балансини актив сальдоси мавжуд вақтда, яъни ички фоиз ставкаси жаҳондаги даражадан юқори бўлган вақтда, тенглашмагунча давом этади. Тенглик бошланғич нуктада қарор топади (3.5 (а) – расм), лекин шунинг билан бирга валюта курси ўсади (3.5 (б) – расм). Давлат ҳаражатларининг ўсиши натижасида даромаднинг ўсиши соф экспортнинг қисқариши билан мувозанатлаштирилади, натижада сузувчи валюта курси шароитида солиқ-бюджет сиёсати самарасиз бўлиб қолади.

Пул – кредит сиёсати. Фараз қилайлик Марказий Банк рағбатлантирувчи пул-кредит сиёсатини олиб бориш натижасида пул таклифини кўпайтирди. Пул массасининг ошиши ялпи талабни ошишига олиб келади (LM чизиги ўнгга LM_2 гача силжийди) ва фоиз ставкасини r_2 даражасигача пасайтириши натижасида инвестициялар ўсиши ва даромаднинг кўпайишига сабаб бўлади (3.6 (а) – расм). Фоиз ставкаси пасайиши оқибатида капитал чиқиш кетиши кучаяди ва натижада тўлов баланси камомати ортади.



3.6 – расм. Сузувчи валюта курсида пул-кредит сиёсати³¹.

³¹ Boughton J. On the Origins of the Fleming—Mundell Model. IMF Working Paper No 107, 2002.

Сузувчи валюта курсида тўлов баланси дефицитини (камомадини) олдини олиш учун миллий валюта курсини пасайтириш лозим (3.6 (б) – расм). Марказий Банк валюта бозори фаолиятига аралашмаслигини ва алмашув курсини эркин тебранишига йўл қўйишини ҳисобга олсак, валюта курсининг кадри пасайиши соф экспортни кўпайишига ҳамда жами талаб ва даромаднинг ўсишига олиб келади.

Даромаднинг ўсиши пулга бўлган талабнинг кўпайишига ва фоиз ставкасининг ошишига олиб келади. IS эгри чизиги ўнгга учта график бир нуқтада кесишмагунча силжийди, яъни миллий фоиз ставкаси жаҳонники билан тенглашмагунча давом этади. Шу нуқтага етганда капитал оқиб кетиши ва валюта курси пасайиши тўхтайдди. Демак, сузувчи валюта курси шароитида пул-кредит сиёсати даромадга таъсир этиш нуқтаи назаридан самарали ҳисобланади. Пул массасининг кўпайиши ва миллий валюта курси натижасида соф экспорт ўсади, натижада фойда ҳам маълум даражада ўсади. Шуни алоҳида таъкидлаш зарурки, пул массасининг ўсиши ташқи талабни рағбатлантиради. Ички фоиз ставкаси аввал пасаяди, кейин эса аста секин кўтарилиб аввалги ҳолатига келади. Бундан келиб чиқадики, фойда ўсишининг асосий манбаи инвестицияларнинг ўсиши эмас балки соф экспорт бўлиб қолади.

Кичик очик иқтисодиётда турли валюта курси режимларида макроиқтисодий сиёсатнинг учраши мумкин бўлган оқибатларини кўриб чиқдик. Олинган натижаларни солиштиришдан олдин, баъзи чекинишларга йўл қўйилганлигини таъкидлаб ўтиш зарур.

Биринчидан тадқиқот мобайнида фақат иккита валюта курси режими – қатъий белгиланган ва эркин сузувчи кўриб чиқилди. Реал ҳаётда валюта курсини бошқаришни бошқа бир қанча механизмлари ишлатилади, жумладан, «бошқарилувчи сузиш», «валюта коридори» ва ҳ.к. Аммо бу механизмларнинг барчаси кўриб ўтилган валюта курси режимларининг бир кўринишидир холос. Бундан келиб чиқади, биз кўриб чиққан макроиқтисодиёт сиёсати тамойиллари ҳақиқатга яқин бўлиб, баъзи бир қўшимчаларни киритган ҳолда валюта курслари режимларининг иқтисодий оқибатларини кўриб чиқишда фойдаланса бўлади. ■

Иккинчидан, макроиқтисодий сиёсатни тадбиқ этиш жараёнида валюта резервлари ҳажми, пул массаси базаси ва пул таклифи орасида қатъий боғланиш бор деб фараз қилдик. Албатта, стериллаштириш орқали бу ўзаро боғлиқликни вақтинча узиш мумкин: ва-

люта резервлари ўзгарганда тескари тарафга Марказий Банкнинг ички активлари ҳажмини параллел равишда ўзгартириш орқали (ички давлат облигациялари, миллий тижорат банкларига ссудалар). Масалан Ўзбекистон Марказий Банки ўз резервидан 10 минг долларни сўмга сотса, миллий валюта таклифи камаяди. Шу билан бирга Марказий Банк шу суммага давлат облигацияларини сотиб олса, иқтисодиётда тўлов баланси мувозанатсизлиги шароитида но-реал баланд ёки паст валюта курси сунъий равишда ушлаб турилади. Аммо тўлов баланси камомади шароитида мавжуд валюта резервлари билан стериллаштириш имкониятларини қўллаш чекланган бўлади, чунки маълум вақтдан кейин бу резервлар минимал тўлов даражага етиши мумкин. Тўлов баланси профицити пайтида эса Марказий Банк учун чекловчи сифатида ички кредит миқдори бўлади. Шунинг учун стериллаштириш сиёсатини вақтинчалик чора деб қараш мумкин.

3.2-жадвал

Валюта курсининг турли режимларида олиб бориладиган макроиқтисодий сиёсат³²

	Макроиқтисодий кўрсаткичлар		
	Y	e	NX
Қатъий белгиланган валюта курси			
<i>Пул-кредит сиёсати</i>	0*	0	0
Рағбатлантирувчи	0	0	0
Чекловчи			
<i>Солиқ-бюджет сиёсати</i>	Ўсиш	0	0
Рағбатлантирувчи	Пасайиш	0	0
Чекловчи			
Сузувчи валюта курси			
<i>Пул-кредит сиёсати</i>			
Рағбатлантирувчи	Ўсиш	Пасайиш	Ўсиш
Чекловчи	Пасайиш	Ўсиш	Пасайиш
<i>Солиқ-бюджет сиёсати</i>			
Рағбатлантирувчи	0	Ўсиш	Пасайиш
Чекловчи	0	Пасайиш	Ўсиш

Учинчидан, таъкидлаш лозимки, ўтказилган тадқиқотдан олинган натижалар макроиқтисодий сиёсат учун қисқа муддатли оқи-

³² Boughton J. On the Origins of the Fleming—Mundell Model. IMF Working Paper No 107, 2002.

* Ноль макроиқтисодий кўрсаткичлар динамикасида ўзгариш бўлмаганлигини билдиради.

батларга олиб келиши мумкин, яъни баҳоларнинг умумий даражаси ўзгармасдан қолади. Шунинг учун тадқиқотда биз томонимиздан қўлланилган қисқа муддатли мувозанат моделида қисман бўлсада, баҳоларни ўзгаришини ҳисобга олиш мумкин. Баҳоларнинг умумий даражаси (P) LM эгри чизиги тенглиги таркибига киради. Баҳоларни ўзгартириш вақтида пул таклифи реал кўрсаткичларда (M/P) ўзгаради. Шунинг учун баҳонинг кўтарилиши LM эгри чизигини чапга силжитади, пасайиши эса LM эгри чизигини ўнга силжитади.

Тўртинчидан биз кичик очик иқтисодиётни кўрган бўлсакда, Манделл-Флеминг моделида қўлланган тадқиқотнинг асосий тамойиллари ривожланган хўжаликларда макроиқтисодий сиёсатни таҳлил этишда ҳам фойдаланса бўлади. Йирик иқтисодиёт учун ёпиқ ва кичик очик иқтисодиётнинг жиҳатлари ҳосдир. Шунинг учун Манделл-Флеминг модели орқали олинган хулосаларни ёпиқ иқтисодиёт учун «IS-LM» модели бериладиган хулосалари билан тўлдириш зарур (жумладан, ички фоиз ставкаларини жаҳондагидан фарқ қилишини мумкинлигини эътиборга олиш керак).

Очик иқтисодиётдаги макроиқтисодий сиёсат бўйича тадқиқот натижаларини кўриб чиқсак. Асосий хулоса шундан иборатки, очик иқтисодиёт шароитида макроиқтисодий сиёсат валюта курси режимига қаттиқ боғланган бўлади (3.2-жадвалга қаранг).

Солиқ бюджети сиёсати қатъий белгиланган валюта курси шароитида ялпи даромадга таъсир кўрсатади. Бундан келиб чиқадики, солиқ-бюджет сиёсати фоиз ставкаларини ўзгаришига олиб келади ва натижада капитал кириши ёки чиқиб кетишига сабаб бўлади. Тўлов баланси сальдосининг актив ёки пассив бўлиши валюта интервенциялари орқали пул массасини ўзгартиришга олиб келади ва бу нарса солиқ-бюджети сиёсати эффеқтини кучайтириб кўрсатади. Сузувчи валюта курси шароитида тўлов балансидаги ўзгаришлар валюта курсига боғлиқ бўлиб, экспорт ва импортнинг ҳажмига таъсир қилиш орқали давлатнинг солиқ-бюджет сиёсатининг таъсирини нейтраллаштиради.

Солиқ-бюджет сиёсатининг самарадорлиги ҳам валюта курси режимига боғлиқдир. Қатъий белгиланган валюта курсида Марказий Банк пул массаси ҳажмини бошқариш сиёсатини эркин олиб бориш шароитига эга бўлмайди. Пул массаси ҳажмига ўзгартириш борасидаги ҳар қандай ҳаракат фоиз ставкаси даражасини ўзгаришига олиб келади, бу ўз навбатида капитал ҳаракати ва тўлов

балансида ўзгаришларга олиб келади. Ташқи мувозанатни тиклаш учун Марказий Банк пул массаси миқдорига тескари йўналишда таъсир этишга мажбур. Агарда давлат қатъий белгиланган валюта курсини ушлаб туришдан чекинса солиқ-бюджет сиёсати макроиктисодий бошқаришнинг самарали воситага айланади. Бу пул массасини кенгайтиши фоиз ставкасини пасайиши ҳамда миллий валюта курсини тушиши каби қўшимча самарали воситалар орқали ҳам эришилади. Шундай қилиб, қуйидаги хулосага келиш мумкин, самарали давлат иқтисодий сиёсати мавжуд таъсир этувчи инструментлар сиёсатнинг уйғунлигига боғлиқдир.

3.3 -жадвал

Оптимал валюта ҳудуди мезонлари³³

Оптималлик мезонлари	Таклиф муаллифи ва йили	Иқтисодий моҳияти
Нарх ва иш ҳақининг эгилувчанлиги	М.Фридмен 1953	Макроиктисодий дисбаланс юзага келганида тузилма бўгинлари мувозанатни қайтара оладиган даражада эгилувчан бўлиши керак
Ишлаб чиқариш омилларининг эркин ҳаракати	Р.Монделл 1961	Маҳсулотлар баҳоси етарли даражада эгилувчан бўлмаса, макроиктисодий дисбаланс-ни ишлаб чиқариш омиллари бозоридаги ўзгариш орқали амалга оширилиши мумкин (авваламбор, депрессив тармок (мамлакат)дан меҳнат ресурсларининг кўтарилаётган тармокка (мамлакатга) кўчиб ўтиши билан)
Молия бозорларининг интеграцияси	Ж.Инграмм 1962	Валюта ҳудудининг рецессия ҳолатидаги иштирокчиси бошқа нисбатан яхши ҳолатдаги ҳудуд иштирокчисидан арзон молиявий маблағларни жалб этиш билан қисқа муддатларда макроиктисодий мувозанатга эришиши мумкин
Иқтисодиётнинг савдо эркинлиги	Р.Маккиннон 1963	Йирик ёпик иқтисодиётга қараганда, кичик бўлсаям экспортга йўналтирилган иқтисодиёт савдо ҳамкорларига нисбатан қатъий белгиланган курсни қўллаши самаралироқ ҳисобланади
Ишлаб чиқариш ва истеъмолнинг дифференциацияси	П.Кенен 1969	Ички ишлаб чиқаришнинг ва истеъмолнинг диверсификацияланганлиги бозорнинг ташқи шоклар олдида заифлигини қисқартиради

³³ Муаллифлар томонидан тузилган

Инфляцион конвергенция	Ж.Флеминг 1971	Нархлар ўсишининг паст суръатлари ва уларнинг ҳудуд аъзолари ўртасида корреляцияси уларнинг тузулмавий гомогенлик борлигини билдиради, яъни бир мамлакатдаги шок бошқасига таъсир этмайди
Бюджет устуворлиги	П.Кенен 1969	Макроиктисодий дисбаланс ҳолатида ишсизликнинг ортиб боришидан кўриладиган зарар валюта ҳудудининг бошқа аъзолари бюджет трансфертлари ҳисобига ёпилиши мумкин
Сиёсий интеграция	Н.Мипц, Г.Хаберлер 1970	Сиёсий қўллаб қувватлаш валюта ҳудуди иштирокчилар ўртасида ягона иктисодий мухитни яратишга қаратилган институционал ўзгаришларни тезда амалга оширишга ёрдам беради

Валюта курси режимини танлаб олиш орқали давлат ички макроиктисодий бошқарув воситаларини ҳам танлаб олган бўлади, ва аксинча, давлатнинг ички устувор ривожланиш йўналишларига (иктисодий ўсиш, инфляцияни пасайтириш, ижтимоий ҳимояни кучайтириш ва ҳ.к.) қаратилган сиёсатни амалга ошириш орқали мақсадга эришишда ҳар қандай ташқи иктисодий сиёсат ёрдам бермаслигини ёдда тутиш лозим.

Р.Манделл ва М.Флемингдан сўнг оптимал валюта ҳудудлар назариясини такомиллаштиришга Америкалик профессорлар Стэнфорд университетидан Р.Маккиннон ва Пристон университетидан П.Кененлар ўз ҳиссаларини қўшдилар. Улар ушбу оптимал валюта ҳудудини белгиловчи тизимнинг иктисодий хусусиятларига аниқлик киритишди. Бу борада тадқиқотни янада бойитишга бағишланган ишлари билан Ж. Инграмм, Г. Грубел, У. Корден, И. Ишиям ва К. Хамада ва бошқа олимлар валюта ҳудудида иштирок этиш афзалликлари ва камчиликларини ҳамда ундаги иштирокини баҳолашни тадқиқ қилишган³⁴.

Валюта ҳудудининг оптималлиги очик иктисодиётда ички ва ташқи мувозанатни таъминлаш доирасида макроиктисодий нуқтан назардан таҳлил қилинган. Валюта ҳудудида иштирок этишнинг асосий камчилиги бўлиб, пул – кредит сиёсати мустақиллигининг йўқолиши ҳисобланса, афзаллиги пул нафлигининг ошишида намоён бўлади. Валюта ҳудудини ташкил этишда афзаллиги ёки камчилигини баҳолашда юқоридаги жадвалдан фойдаланиш мумкин.

³⁴ Евро — дитя Манделла? Теория оптимальных валютных зон. М.: Дело, 2002.

Ушбу мезонлар ўзаро боғлиқдир: масалан, иқтисодий ташқи савдо учун очиклиги ички нархларнинг валюта курсига нисбатан эгилувчан бўлишига таъсир этади, ишлаб чиқариш омилларининг эркин ҳаракати ва аъзо мамлакатларда бюджет устуворлиги нархларнинг эгилувчанлигини талаб этмайди, бюджет устуворлигининг амал қилиши ва шоклар оқибатидан ҳимоя қилади ва бошқалар. Бу эса оптималлик мезонлари ўртасида эндоген боғлиқлик борлигидан далолат беради. Дастлабки баҳолаш бўйича валюта ҳудудида иштирок этишни билдирган номзодлар мезонларга жавоб бермасида, ҳудудда иштирок этиш унинг иқтисодий тизимини талаб даражасига етгунча ўзгартириши мумкин.

Оптимал валюта ҳудудлар назариясида икки фундаментал камчилик мавжуд. Биринчи навбатда, бу меъёрий иқтисодий назария ҳисобланиб, мукамал валюта ҳудуди қандай бўлиши кераклигини тавсифлайди. Аммо унда, валюта ҳудуди оптималлигини баҳоловчи аниқ инструментлар таҳлили кўрсатилмаган. Бундан ташқари, мазкур назарияда зиддият мавжуд. Бир томондан валюта ҳудуди иштирокчилари валюта курсларини қатъий белгилаган катта бўлмаган очик иқтисодийга эга бўлиши керак. Бошқа томондан, улар ташқи шокларга бардош беришлари учун ишлаб чиқаришни диверсификациялаган бўлишлари керак, бу эса йирик ёпиқ иқтисодийга хос хусусиятдир.

Шундай қилиб, валюта ҳудудида иштирок этишни белгилувчи оптималлик мезонлари ўртасида мавжуд камчиликлар бу борада тадқиқотларни чуқурлаштиришни талаб этади.

3.2.4. Валюта курсининг замонавий концепциялари

Шоклар таҳлили

1960 – йилларнинг ўрталаригача макроиқтисодий таҳлилда Я.Тинберген модели етакчилик қилиб келди. Я.Тинберген «Иқтисодий сиёсат назарияси» деб номланган ишида «иқтисодий сиёсат мақсади» ва «инструментал ўзгарувчилар» атамасига тушунча бериб ўтган, ҳамда сиёсатда қўлланиладиган воситалар унда қўйилган мақсадларга тенг бўлиши асослаб берилган. 1964 йилда Г.Тэйл Я.Тинбергеннинг ишини сезиларли тўлдиришга эришди. У иқтисодий сиёсат мақсади атамасини *умумижтимоий фаровонлик функциясига* алмаштирди. Ушбу функция турли хил иқтисодий ўзгарувчилар ва чекловларнинг ўзаро муносабатини ўзида акс этган эди.

Тадқиқотчининг якуний мақсади функцияни оптималлаштиришнинг стохастик масаласини ечишдан иборат эди. Ҳозирги пайтда Я.Тинберген ва Г.Тэйлнинг модели аксарият макроиқтисодий таҳлилларнинг асоси бўлиб хизмат қилмоқда.

Тинберген – Тэйл модели³⁵ ёрдамида оптимал валюта сиёсати таҳлили янада такомиллашиб борди. Тадқиқотлар ички муҳитта қаратилди, валюта курси сиёсати эса миллий фаровонликдан келиб чиқиб, турли хил пул – кредит сиёсати режимларига боғлиқ бўлди.

Қаъий белгиланган ёки сузиб юривчи валюта курси режимини танлаш иқтисодиётдаги шокларнинг келиб чиқиши хусусияти ва табиатига, шунингдек, иқтисодий сиёсат мақсадига боғлиқ бўлди.

Моделлаштириш нуқтаи назаридан келиб чиқиб, пул – кредит сиёсатини олиб боровчи органлар камайтирмоқчи бўлган харажатлар ва иқтисодиётнинг тузилмавий хусусиятига асосланади. Оптимал валюта худудлари назариясининг шоклар таҳлили билан уйғунлиги замонавий валюта курси сиёсатини танлаш асосида ётади (3.4-жадвалга қаранг).

3.4-жадвал
Оптимал валюта курси режимини танлаш³⁶

Мезонлар	Айирбошлаш курси сиёсати							
	Эркин сузиб юриш	Бошқарилувчи сузиш	Валюта коридори	Тор мақсадли чегара	Судралувчи боғлиқлик	Горизонтал фиксация	Валюта бошқаруви	Валюта иттифоқи
Оптимал валюта худудлар назарияси								
Иқтисодиётнинг ҳажми	*	*	*	*	*	↓	↓	*
Нарх ва иш ҳақининг мойиллиги	↓	↓	*	*	↑	↑	↑	↑
Ишлаб чиқариш омилларининг эркин ҳаракати	↓	↓	*	*	↑	↑	↑	↑
Молия бозорларининг интеграцияланиши	*	*	*	↓	↓	↓	↑	↑

³⁵ Blinder A. Central Banking in Theory and Practice. Cambridge, Cambridge University Press, 1998, p. 7.

³⁶ Meese R., Rogoff K. Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample? — Journal of International Economics. 1983, No 14, p. 3 — 24.

Иктисодиётнинг савдо очиклик даражаси	↓	↓	*	↑	↑	↑	↑	↑
Инфляциянинг конвергенцияси	*	*	*	↓	↓	↑	↑	↑
Бюджетнинг устуворлиги	*	*	*	↑	↑	↑	↑	↑
Сиёсий интеграция	↓	↓	*	*	*	*	*	↑
Капиталнинг эркин ҳаракати								
Пул – кредит органларининг захира ҳажми	*	*	*	↑	↑	↑	↑	*
Капитал ҳаракати устидан назорат	↓	↓	*	*	↑	↑	↓	↓
Ривожланаётган молия бозори	↓	↓	*	*	↑	↑	↑	*
Макроиктисодий шоклар тахлили								
Ассиметрик шоклар	*	*	*	↓	↓	↓	↓	↓
Ҳақиқий шоклар	↑	↑	*	↓	↓	↓	↓	↓
Номинал шоклар	↓	↓	*	↑	↑	↑	↑	↑

Бунда: ↓ аҳамияти паст, ↑ аҳамияти юқори, * аҳамияти йўқ. эндоген хусусиятга эга.

1980 – йилларда ташқи шоклар асосан халқаро фоииз ставкаларининг кескин ўсиши, саноати ривожланган мамлакатлар ўсиш суръатларининг пасайиши ва қарз инкирозлари сифатида намоён бўлар эди. Баъзан ташқи шоклар шароитида иктисодиётни бошқариш нафақат миллий валютани вақт – вақти билан кадрсизлантиришни, балки эгилувчан валюта курси шакллари жорий этишни талаб этар эди.

1990 – йилларнинг охирида халқаро капиталнинг жадаллашиши шокларни қутилмаганда юз бериш эҳтимолини оширди. бу эса сузиб юрувчи валюта курси режимини янада мустаҳкамлади.

Валюта курси сиёсатини танлаш концепцияни янада янгилашни талаб этар эди. 1980 – 1990 йилларда вектор авторегрессиялари кенг тарқалди. 1983 йилда Р.Миз ва К.Рогофф машҳур монетаристларнинг валюта курсини прогностлаш бўйича ишларини таҳлил қилди³⁷. Миз ва Рогофф монетаристик моделлар амалда қўлланилиши самарасиз эканлигини исботлаб беришди.

Миз ва Рогофф тузилмавий моделларни баҳолаш билан боғлиқ эконометрик муаммоларни аниқладилар. Монетаристик моделлар-

³⁷ Meese R., Rogoff K. Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample? — Journal of International Economics, 1983, No 14, p. 3 — 24.

даги барча ўзгарувчилар бир иқтисодий тизим доирасида бўлгани боис тузилмавий моделларнинг муваффақиятсиз бўлганини аниқлади³⁸. 1980–1990 йилларда монетаристик моделларни такомиллаштириш бўйича бир қанча уринишлар амалга оширилди. Шундай бўлсада, турли хил усулларнинг (маълум давр ичида ўзгариб турадиган регрессион коэффицентлар, шарҳли ўзгарувчиларни кўпайтириш, моделларга функционал шаклларни қўшиш) киритилиши уларнинг самарадорлигини ошириб бера олмади. 2002 йилда Й.В.Чунг, М.Чин ва А.Паскуаль тадқиқотлар ўтказган.

Очиқ иқтисодиётнинг янги макроиқтисодий назарияси

1995 йилда Калифорния университети профессори М.Обстфельд К. Рогофф билан бирга *очиқ иқтисодиётнинг янги макроиқтисодий назариясига* асос солди (new open economy macroeconomics)³⁹. Уларнинг моделини макроиқтисодий назариянинг йўналиши сифатида тан олинishi бир неча йиллик вақтни талаб этди. Ҳозирги кунда бир қатор моделлар очиқ иқтисодиёт назариясига асосланган ҳолда яратилмоқда.

Очиқ иқтисодиётнинг янги моделлари Манделл – Флеминг назариясидан фаркли томони шундаки, улар вақтлараро нафлиликни максималлаштириш ва бир қатор микро омилларни ҳисобга олишган. Макроиқтисодиётнинг микро асослари иқтисодий агентларнинг ҳаракатини аниқроқ тавсифлашга ёрдам беради ва макродаражада аниқ хулосаларни шакллантиришни таъминлайди.

Мазкур назариянинг микроиқтисодий асоси сифатида Манделл – Флеминг модели ҳисобга олмаган бир қатор ҳолатлар олинган: номинал қатъийлик, нархнинг истеъмолчи валютасида шаклланиши, истеъмолчиларнинг ўзига хос талаблари; молия бозорларининг мукамал эмаслиги.

Валюта курси сиёсатини танлаш бўйича тавсиялар жиҳатидан, янги назария Манделл – Флеминг моделидан фаркли равишда бошқа йўналишдаги натижаларга эга. Очиқ иқтисодиёт моделига кўра, номинал баҳолар ишлаб чиқарувчи (экспортчи) валютасида акс этади ва валюта курси тебраниши натижасида истеъмолчи (им-

³⁸ Cheung Y.-W., Chinn M., Pascual A. Empirical Exchange Rate Models of the Nineties: Are Any Fit to Survive? NBER Working Paper No 9393, 2002.

³⁹ Lane Ph. The New Open Economy Macroeconomics: A Survey. CEPR Discussion Paper No 2115, 1999.

портчи) нархларига таъсир этади. Шунга мувофиқ, давлатнинг *ҳаражатларни ўтказиш сиёсати*⁴⁰ шаклланади. Манделл – Флеминг моделида девальвация импортнинг қимматлашиши ва экспортнинг ошишига сабаб бўлади. Эмпирик тадқиқотлар аксарият ҳолларда, баҳо ишлаб чиқарувчи валютасида эмас, истеъмолчи миллий пул бирлигида акс этишини кўрсатиб берди. Хорижий компаниялар бозордаги улушини сақлаш ва кенгайтиришга ҳаракат қилиб, маҳаллий бозорларда баҳони истеъмолчи валютасида белгилайдилар, бу билан улар валюта рискени тўлиқ ўз зиммасига оладилар. Девальвация ҳолатида, импортнинг қисқариши кузатилмайти ва ҳаражатларни ўтказиш таназзулга учрайди. Шундай қилиб, истеъмолчига мослаштирилган нархни шаклланиш механизми оптимал валюта ҳудудлар назариясидан келиб чиқадиган хулосаларни ўзгартиради.

Очиқ иқтисодиёт назариясининг аксарият тарафдорлари истеъмолчи валютасида баҳонинг белгиланиши давлатдан оптимал сиёсат сифатида қатъий белгиланадиган курсни танлашни мажбур қилади (3.5 – жадвалга қаранг). Бундай шароитларда эркин сузиб юрувчи курс ягона нарх қонунидан⁴¹ қисқа муддатли четланишларга олиб келиши мумкин. Курсни қатъий белгилаш бир турдаги товарга турлича нархни белгилаш амалиётини бартараф этиши мумкин. Шундай бўлсада, Ч.Энжел ва Ж.Рожерлар курсни қатъий белгилаш ёки валюта иттифоқига қўшилиш фаровонликка таъсир этадиган пул – кредит сиёсатининг ўзгаришига олиб келади. Уларнинг фикрича, курсни қатъий белгилаш ва пул – кредит сиёсатида мустақилликни йўқотиш ягона баҳо қонунидан⁴² четлашиш натижасида фаровонликда кўриладиган ҳаражатларга сабаб бўлади. Шу билан бирга очиқ иқтисодиётнинг янги назария моделларида ҳалигача, валюта курсига «совун пуфаги»нинг таъсири ҳисобга олинмаган. Курсни шакллантириш омиллари сифатида, одатда, пул ва ҳақиқий детерминантлар кўрилади. Нархни истеъмолчи валютасида белгилашдан ташқари, «совун пуфаги»ни ҳисобга олинмаган бўлса, қатъий белгиланган курсга ўтиш маъқул бўлади.

⁴⁰ *Ҳаражатларни ўтказиш сиёсати* (expenditure-switching policy) – бу макроиқтисодий мувозанатга эришиш мақсадида, маҳаллий ва хорижий маҳсулотлар ўртасида ҳаражатларни ўтказиш учун янги талабни валюта курсини бошқариш билан тартибга солиш.

⁴¹ *Ягона баҳо қонунига мувофиқ* (Law of one price) муқаммал рақобат шароитида турли мамлакатлардаги бир турдаги маҳсулот нархи бир хил валютада акс этган бўлса тенг бўлади.

⁴² Engel Ch., Rogers J. Deviations from the Purchasing Power Parity: Causes and Welfare Costs. — Journal of International Economics, 2001, No 55, p. 29 — 57.

**Очиқ иқтисодиётнинг янги макроиктисодий назарияси асосида
валюта курси сўбатини тавлаш⁴³**

Иқтисодиётда устунлик қилаётган шок	Нархни ишлаб чиқарувчи валютасида шаклланиши	Нархни истеъмолчи валютасида шакл- ланиши
Ташки пул шоки	Макроиктисодий кўрсаткичларнинг жорий ўзгаришига қараб	Сузиб юрувчи курс
Ички пул шоки	Қатъий белгиланадиган курс	Қатъий белгилана- диган курс
Ички ишлаб чиқариш шоки	Сузиб юрувчи курс	Аникланмаган

Очиқ иқтисодиётнинг янги макроиктисодий назарияси айниқса, 2000 йилнинг бошларида сезиларли ривожланди. Унинг моделлари фаровонликни таҳлил қилиш ва халқаро макроиктисодиёт ва молияда мавжуд бир қатор жумбоқларни осонгина тушунтиришга имкон берди. Аммо янги назария ҳали тадқиқотчиларнинг иш қуролига айлангани йўқ. Чунки кенг кўламдаги моделларга эга бўлишига қарамай, иқтисодчилар ўртасида асосий модел мувофиқлаштирилмаган.

Ҳозирги кунда янги назарияни эмпирик таҳлилда қўллаш имкониятлари кўриб чиқилмоқда. Хусусан, Нью-Йорк Федерал захира банкнинг иқтисодчи – тадқиқотчиси Ф.Жирони «Янги очиқ иқтисодиётнинг макроиктисодиёти йўлида» номли асарида Америка бозоридан Канадага инқирознинг ўтиш механизмини таҳлил қилган⁴⁴.

Валюта курсини баҳолашнинг эмпирик усули

Валюта курсини таҳлил қилишнинг замонавий усуллари унинг мувозанат қийматини топишга қаратилган. *Фундаментал мувозанат валюта курси* (fundamental equilibrium exchange rate, FEER) тушунчаси Вашингтондаги Халқаро иқтисодиёт институти профессори Ж.Уильямсон томонидан киритилган. FEER мамлакат ички ва ташки макроиктисодий мувозанатни ушлаб тура оладиган валюта

⁴³ Fujiki F., Otani A. Do Currency Regimes Matter in the 21st Century? Overview. — Monetary and Economic Studies, 2002, No S-1, p. 73.

⁴⁴ Ghironi F. Towards New Open Economy Macroeconomics. FRB of New York Staff Report No 100, 2000.

курси сифатида тавсифланади. Ички мувозанат деганда, тўлик бандлик ва паст инфляция шароитида мамлакатнинг максимал ривожланиши тушунилади. Ташқи мувозанат жорий операциялар балансининг шундай ҳолатига айтиладики, ундаги дефицит ташқи қарзни тўлаш қобилиятини сақлаб ва профецити хорижий мамлакатлар учун шу ҳолатда таъминлайди. Ташқи мувозанатга эришиш валюта курси режими, жамғарма меъёри, демографик омиллар ва бошқаларни ўз ичига олган бир қатор омилларга боғлиқ бўлади⁴⁵.

FEER бу мукамал иктисодий шароитлардан келиб чиқиб, валюта курсининг мувозанат қийматини аниқлашга қаратилган меъёрий усул ҳисобланади. Бу усул Лувр келишувининг мақсадли ҳудудлар (target zones) лойиҳаси асоси бўлиб хизмат қилган. Ушбу лойиҳа доирасида FEER ўрта муддатли давр мобайнида ички ва ташқи макроиктисодий мувозанатни таъминлаши керак эди.

Ҳозирги пайтда, мувозанатли валюта курсини аниқлашнинг учта усули мавжуд: циклик, ўрта муддатли ва узок муддатли. *Жорий ёки циклик валюта курси* (current or cyclical equilibrium exchange rate) валюта бозорининг аниқ пайтдаги конъюктурасини акс эттиради. Уни харид қобилияти паритети ва реал ёхуд номинал фоиз ставкаларининг қопланмаган паритет комбинацияси ёрдамида ҳисобланади. Реал фоиз ставкаларининг дифференциали одатда, инфляцион дифференциал асосида ҳисобланиб, валюта курси мувозанатли қийматдан четланиши вақтинчалик ёки барқарор эканлигини аниқлаш учун фойдаланилади.

Яна бир кенг тарқалган модел мувозанатли валюта курсини баҳолашда қўлланиладиган монетаристик модел тоифасига қиради. У валюта бозоридаги тебранишларни пул соҳасидаги ўзгаришлар нуқтаи назаридан тушунтириб беради. Пул таклифининг ўсиши (эмиссия) ёки пул талабининг қисқариши номинал валюта курсининг қадрсизланиши ёки девальвациясига ва охир оқибат инфляцияга олиб келади. Замонавий молия тизимида пул базаси ва нақд пуллар жуда кичик аҳамият касб этгани учун пул ўзгарувчилари бўлиб, M1 ёки M2 агрегатлар қатнашади.

Қисқа муддатли мувозанатли валюта курсини аниқлашнинг янги усули бўлиб, *ҳаракатдаги мувозанатли валюта курси* (behavioural equilibrium exchange rate, BEER) ҳисобланади. Ушбу усул ХВФ иктисодчилари П.Кларк ва Р.Макдональд томонидан

⁴⁵ Қаранг: Wren-Lewis S., Driver R. Real Exchange Rates for the Year 2000. In: Policy Analyses in International Economics. Wash.: Institute for International Economics, 1998.

таклиф этилган. BEER фундаментал макроиктисодий омиллар функцияси асосида ҳисобланган жорий ёки циклик мувозанатли валюта курси сифатида тушуниш ҳам мумкин. BEER усули қандайдир тузилмавий иктисодий моделга асосланмаган, лекин у биргина жорий мувозанатни эмас келгуси валюта курсини аниқлашга имкон берувчи, бир қатор муҳим макроиктисодий боғлиқликларни ажратиб ўтган⁴⁶.

BEER валюта курси динамикасини ўзгарувчан фундаментал омиллар таъсирида шарҳлашга ёрдам беради, модел тренд қисқа ёки узоқ муддатли эканлигини кўрсатиб бера олмайди.

BEER маълум маънода мувозанатли валюта курсининг ўрта муддатли моделининг дастлабки усули бўлиб ҳисобланади. Унинг ўрта муддатли дейилишига сабаб, экзоген кўрсаткичлар сифатида ўрта муддатли ўзгарувчилар олинишидир. Валюта курсининг тебраниши асосида ётган фундаментал макроиктисодий омиллар зудлик билан ўзгармайди, демак уларни тўла таҳлил қилишда қисқа муддатли тебранишлардан ҳоли бўлиши керак.

Техник жиҳатдан, ўрта муддатли мувозанатли валюта курси икки усул ёрдамида аниқланади: статистик усул (тренд тенгламасини ҳисоблаш орқали) ёки тузилмавий усул (иктисодий – математик модел асосида ички ва ташқи макроиктисодий мувозанатни белгилаш).

Статистик усул тўлиқ BEER усулига асосланади. Валюта курси тебранишини таҳлил қилишда вақт давомидаги ва доимий элементларга бўлиниши керак. Валюта курсининг ўзгармас элементи *«доимий мувозанатдаги валюта курси»* номини олган (permanent equilibrium exchange rate, PEER). Тузилмавий усул ёрдамида моделлашда иктисодиёт ички ва ташқи мувозанат ҳолатида эканлигини аниқлатади. Шунга қўра, ўрта муддатли мувозанатли валюта курси қандай бўлиши кераклиги аниқланади. Тузилмавий усул ХВФ иктисодчилар тадқиқотларида кенг қўлланилади. *World Economic Outlook* да чоп этиладиган макроиктисодиётнинг барча моделлари тузилмавий усулга асосланган⁴⁷.

Узоқ ва ўрта муддатли мувозанат моделлар ўртасидаги назарий тафовутни бартараф этиш учун Ж.Уильямсон давомчилари ишлаб

⁴⁶ Clostermann J., Schnatz B. The Determinants of the Euro-Dollar Exchange Rate: Synthetic Fundamentals and a Non-Existing Currency. — Applied Economics Quarterly, 2000, No 46, p. 274-302

⁴⁷ Қаранг: Alberola E., Cervero S., Lopez H., Ubide A. Global Equilibrium Exchange Rates: Euro, Dollar, «Ins», «Outs» and Other Major Currencies in a Panel Cointegration Framework. IMF Working Paper No 175, 1999.

чиккан NATREX усули қўлланилади. NATREX «табиий реал валюта курси» деб (natural real exchange rate) номланади ва назарий моделлашга мисол бўлиши мумкин. Моделнинг ҳар бир тенгламаси тузилмавий шаклга келтирилган ҳар бир жорий эндоген ўзгарувчига нисбатан моделнинг тенгламалар системасини ечишга қаратилган. Моделдаги тенгламалар сони жорий эндоген ўзгарувчилар сонига тенг бўлади. NATREX модели таркибига «захира – оқим» тенгламаси киради (dynamic stock — flow model).

Мувозанатли курс бўйича барча эмпирик моделлар валюта курси ва турли макроиктисодий кўрсаткичлар ўртасида боғлиқнинг статистик қийматини баҳолаш учун қўлланилади. Аксарият тадқиқотчилар мувозанатли курсни фундаментал макроиктисодий омиллар функцияси сифатида моделлашларида мураккаб эконометрик усуллардан фойдаланиладилар. Валюта курси ҳар доим ўзининг мувозанатли қийматига қайтиб келиши тўғрисидаги гоё ўрнини вақт давомида ўзгариб турадиган FEER, яъни динамик мувозанат концепция. Юқоридаги эмпирик моделлар статистик моделларга асослансада, улар камчиликлардан ҳоли эмас. Биринчи навбатда, моделлар мувозанат деган тушунчага аниқлик берганларида бир хилликка эга эмас. Бундан ташқари, бир турдаги моделларда ягона баҳолаш натижаларига эга эмас.

Замонавий мувозанат моделлари баъзи ҳолларда бирламчи ҳисобланган институционал омилларни инкор этади. Миллий иктисодиётда жадал суръатларда ислохотлар амалга оширилаётганида, фундаментал макроиктисодий омиллар таъсири сезилмаслиги ҳам мумкин. Масалан, ривожланётган мамлакатларда портфел инвестицияларни шакллантириш, капитал ҳаракатини чеклаш бевожита макроиктисодий кўрсаткичларга боғлиқ бўлмайди. Аммо улар ҳам валюта курсига сезиларли таъсир этади. Институционал омилларни ҳисобга олиш илк бор ХВФ да 2002 йил декабрида нашр этилган «Валюта курси режимини танлашнинг сиёсий – иктисодий модели»⁴⁸ номли докладыда акс этган.

Шундай қилиб, валюта курси юзасидан яратилган моделлар ҳали ўз мукамаллигини тўла исботлай олмаган бўлсада, бу борада олиб борилаётган тадқиқотлар бир қанча самарали илмий натижаларга эга.

⁴⁸ Sun Y. A Political-Economic Model of the Choice of Exchange Rate Regime. IMF Working Paper No 212, 2002.

3.5. Валюта курси режимлари

Муқобил валюту курси режимини танлаш ҳар бир давлат учун ечимини топа олмаётган муҳим масалалардан бири ҳисобланади. Зеро режимнинг иқтисодий ҳолатга номувофиқлиги валюта инқирозини келтириб чиқариши муқаррар.

1982 йилдан бошлаб, ХВФ томонидан валюта курси режимини аниқлаш бўйича доимий ишларни олиб боради ва жорий даврда қўлланилаётган режимлар туркумини тасдиқлайди. Валюта курси режимининг у ёки бу йўналишда ўзгариши билан мамлакат ҳукумати ўттиз кун ичида ХВФ хабардор қилиши лозим. Аввалига ХВФ томонидан валюта курси режимлари уч гуруҳга бўлинган эди⁴⁹. Булар:

1. Қатъий ўрнатилган валюта курси режими;
2. Чекланган тебранишига эга курслар;
3. Сузиб юрувчи курс режимлари гуруҳлари.

Гуруҳлар бўйича валюта курси режимлари куйидагича туркумланади:

1. Қатъий ўрнатилган валюта курси режимлар гуруҳи:

- Миллий пул бирлигининг мавжуд бўлмаслиги (расмий долларизация) (Exchange arrangements with no separate legal tender)

Қонуний пул воситаси сифатида мамлакат бошқа давлат пул бирлигидан фойдаланади. Бунда ҳукумат расмий долларизацияга рози бўлган ҳолда, ички пул – кредит сиёсатидан воз кечади. Валюта курсининг бу режими қатъий ўрнатилган курснинг энг «қаттик» шакли ҳисобланади. Ушбу режим асосида, ҳозирги кунда дунёнинг 29 мамлакатада фойдаланилмоқда.

- Алоҳида пул бирлигининг мавжуд бўлмаслиги (валюта иттифоқи)

Мамлакат ягона қонуний пул бирлиги муомаласига эга бўлган валюта иттифоқига аъзо бўлади. Расмий долларизация каби ҳукумат мустақил равишда пул – кредит сиёсатига эга бўлмайди. Ушбу режим бўйича Европа иттифоқининг 12 мамлакати фаолият олиб боришмоқда.

- Валюта бошқаруви (Currency board arrangements)

Валюта муносабатларини тартибга солиувчи органлар қонунчиликда белгиланган қатъий ўрнатилган курс бўйича миллий валю-

⁴⁹ Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks. IMF staff reports December 2004.

тани хорижий валютага айирбошлаш мажбуриятини ўз зиммасига олади. Бунда айирбошлаш билан боглиқ барча операциялар олтин – валюта захираси билан таъминланади. Валюта бошқаруви режими дунёнинг еттита мамлакатада фойдаланилади.

2. Чекланган тебранишига эга курс режимлар гуруҳи:

- Валюта курсини бир валюта ёки валюталар саватига боғлаш (Conventional fixed peg arrangements)

Мамлакат расмий ёки норасмий равишда ўз валютасини бошқа мамлакат валютасига ёки валюталар саватига боғлайди. Валюта саватига асосий ташқи савдо ва молиявий ҳамкорлар валютаси киради. Бунда валюта курси икки ой мобайнида марказлашган паритетдан $\pm 1\%$ миқдорда тебраниши мумкин бўлади. Мазкур режим 52 мамлакатда тадбиқ этилган.

- Судралиб юрувчи боғланиш (Crawling pegs)

Валюта курси маълум даврларда бир валюта ёки валюта саватига нисбатан кўрсатилган қийматга тенглаштирилади. Девальвация аниқ белгиланиши ёки шартли кўрсаткичлар (мамлакатлар ўртасида инфляцион тафовут, мақсадли ва прогноз қилинган инфляция, расмий ва параллел бозордаги валюта курси ўртасида спрэд)га асосланиши мумкин. Судралиб юрувчи боғланиш девальвация: миқдорий кўрсаткич тафовутини қоплаганида кечикувчи (backward looking); прогноз қилинган тафовутга мос келса илгарилувчи (forward looking) курс маъносини беради. Бу режим дунёнинг олти мамлакати томонидан қабул қилинган.

- Валюта курсини горизонтал коридор доирасида қатъий ўрнатиш (Pegged exchange rates within horizontal bands).

Валюта курси эркин тарзда расмий ёки норасмий марказлашган паритетдан $\pm 1\%$ катталиқда тебранади. Ҳар қандай шароитда давлат тўғри ёки эгри интервенциялар орқали горизонтал коридорни ушлаб туради. Бунда режим бўйича валюта курсини тартибга солиш бешта мамлакат: Дания, Словения, Ципрус, Венгрия ва Тонгада жорий этилган.

- Валюта курсини судралувчи коридор доирасида қатъий ўрнатиш (Exchange rates within crawling bands)

Валюта курси вақт-вақти билан қайта белгиланадиган расмий ёки норасмий марказлашган паритетдан $\pm 1\%$ катталиқда эркин тарзда тебранади. Судралиб юрувчи боғланиш каби бу ҳолатда ҳам кечикувчи ёки илгарилувчи вазият юзага келади. Чегаралар марказий паритетга нисбатан симметрик тарзда тебраниши ёки асиммет-

рик тарзда кенгайиб бориши мумкин. Бу жаҳон тажрибасида кам учрайдиган ҳолат бўлиб, ҳозирда Беларусияда қўлланилмоқда.

3. Сузиб юрувчи курс режимлар гуруҳи:

- Валюта курсини олдиндан тебраниш диапозонини белгиланмасдан туриб, сузиб юришини қатъий бошқариш (Managed floating with no predetermined path for the exchange rate)

Валютани тартибга солувчи органлар валюта курсини тўғри ёки эгри интервенциялар орқали узок муддатли тренд атрофида ёки белгиланмаган мақсадли валюта курсида ушлаб туради. Валюта курсининг йўналиши ва мувофиқлаштириш даражаси мамлакат тўлов баланси ҳолати, олтин – валюта захираси, валюта бозори конъюктураси ва бошқаларга боғлиқ бўлади. Валюта интервенцияларининг тез – тез амалга оширилиши валюта курсини бошқаришда қатъийликни белгилаб беради. Мазкур режим Бреттон Вудс валюта тизими инқирозидан кейин кенг қўллана бошлади ва эркин сузиб юриш ва қатъий ўрнатиш режимининг идеал комбинацияси ҳисобланади. Бу режимдан, ҳозирги кунда дунёнинг 51 мамлакати фойдаланади.

- Эркин сузиб юриш (Independently floating)

Валюта курси бозордаги талаб ва тақлиф асосида мустақил равишда аниқланади. Валюта интервенцияси валюта курсининг кескин тебраниши олдини олишга қаратилади. Бу режим валюта курсининг энг сўнгги босқичи бўлиб, ўзида юқори рискни мужассам этган. Шундай бўлсада, дунёнинг 35 мамлакати бу режимдан фойдаланади.

3.6. Валюта курсига таъсир этувчи омилларнинг туркумлавиши

Валюта курсига таъсир этувчи омилларни қуйидагича туркумлашимиз мумкин:

1) Молиявий омиллар.

Фоиз ставкаси молия бозорининг асосий кўрсаткичи ҳисобланиб, валюта курсига сезиларли таъсир этиши мумкин. Ҳар бир мамлакатда фоиз ставка турлари ҳар хил бўлади, уларнинг ҳаммаси мамлакат асосий ставкасига асосланади (1.1-жадвалга қarang).

Мамлакат фоиз ставкаси юқори бўлса, маҳаллий валюта қадри кўтарилади ва аксинча.

2) Сиёсий омиллар.

Молия вазири, Марказий банк бошқаруви, ҳукумат ва бошқаларнинг алмашгани, ёки парламент ва президент сайлов натижаларининг аниқланиши.

3) Марказий банк сиёсати.

Марказий банк сиёсати валюта курсига таъсир этувчи фундаментал омил ҳисобланади. У пул таклифи, фоиз ставкаси, бозордаги интервенция орқали валюта қиммати, Жаҳон Савдо Баланси ва Жаҳон инфляциясига таъсир этади.

4) Психологик омиллар.

Бундай омиллар валюта бозорининг жорий ҳолатига қараб, сезиларли таъсир этиши ва умуман ҳеч қандай таъсир этмаслиги мумкин.

Валюта маблағлари мамлакатга фоиз ставкаси ёки айирбошлаш курсининг ошишини кутиш натижасида оқиб келиши мумкин. Валютанинг чиқиб кетиши унинг оқиб келиши каби шиддатли бўлиши мумкин, бу эса спекулятив аҳамиятнинг ортиши ва миллий валюта қадрининг тушишига олиб келиши мумкин.

5) Иқтисодий кўрсаткичлар.

Бундай кўрсаткичларга қуйидагиларни киритиш мумкин:

а) Ялпи ички маҳсулот (ЯИМ ёки GDP) иқтисодиётнинг ўсиш суръатларини кўрсатиб беради. Бу кўрсаткичнинг тушиши иқтисодий ўсиш сустрлашаётганлигидан далолат беради. Бу ҳолатда ҳукумат фоиз ставкаларини тушириб, муомаладаги валютани ошириши мумкин. Бу ўз навбатида, валюта курсининг тушишида акс этади.

б) Ишсизлик даражаси. Ишсизлар сонини аниқловчи кўрсаткич. Макроиқтисодий мувозанатнинг IS-LM моделига мувофиқ, ишсизликнинг ортиши пул массасини камайишига ва аксинча, пасайиши пул массасининг ортишига сабаб бўлади. Пул массасининг у ёки бу йўналишда ўзгариши валюта паритети орқали валюта курсига таъсир этади.

в) Қишлоқ хўжалигидан ташқари бандлик. Қишлоқ хўжалигидан бошқа фаолиятнинг ривожланиши кучли ёки ўртача иқтисодий ўсишни таъминлайди, бу эса миллий валюта қадрининг ошишига хизмат қилади. Бундан ташқари, қишлоқ хўжалиги валюта борасидаги ўзгаришларга таъсирчанлиги суст бўлади. Мамлакат ЯИМда қишлоқ хўжалиги маҳсулотларининг камайиши унинг валюта курси билан ўзаро ўзгаришига таъсирчанлигини оширади.

г) Тижорат савдоси. Мамлакат савдо балансида киримига нисбатан чиқимнинг ортиши дефицитни юзага келтиради. Мамлакат савдо баланси валюта курсининг пасайишига олиб келади.

д) Истеъмол нархлар индекси (CPI). Мамлакат аҳолиси истеъмол қиладиган товар ва хизматлар савтининг бозор нархи ўзгаришини аниқловчи статистик ўлчам. Индекснинг ўсиши инфляция жадаллашадиганини англатади. Инфляция эса валюта курсига икки томонлама: паритет ва фоиз ставкаси орқали таъсир этади.

е) Узок муддат фойдаланиладиган (истеъмол қилинмайдиган) товарларга буюртма бериш. Ишлаб чиқаришни тиклаш ёки янгилаш. Бу мамлакатнинг ривожланиш босқичида эканлигини англатади ва миллий валюта қадрини мустақамланишига замин яратади.

ж) Саноат ишлаб чиқаришнинг ривожланиши – иқтисодий ўсишни англатади. Марказий банк фоиз ставкасини тушириб иқтисодиётни рағбатлантиради ва валюта курси тушади.

з) Чакана савдо. Савдо ҳажми ошганда, Марказий банк фоиз ставкасини кўтаради ва кредит беришни катъийлаштиради, бу эса валюта курсининг ошишига таъсир этади.

б) Марказий банкнинг очик бозордаги операциялари. Марказий банк қимматли қозғаларни харид қилиши ва сотиши пул массасига таъсир этади. Бу валюта курси ўзгаришига таъсир этади.

7) Фоиз ставкаси. Марказий банк фоиз ставкасини ўзгартириш билан валюта курсига таъсир этиши мумкин. Шу ўринда фоиз ставкасининг ўзгариши ички ёки ташқи манфаатлардан келиб чиқилиши валюта курсида акс этиши мумкин. Масалан, фоиз ставкаларининг оширилиши очик иқтисодиётда капитални жалб қилади ва валюта курси кўтарилади. Марказий банк ички иқтисодиётни рағбатлантириш мақсадида, фоиз ставкасини туширади, бу капиталнинг оммавий чиқиб кетишини келтириб чиқариши мумкин, шунинг учун капитал ҳаракати бўйича чекловлар жорий этилади ва валюта курсига таъсир ҳам нейтраллашади.

3.7. Ўзбекистонда айирбошлаш курси сиёсатининг ўзига хос хусусиятлари

Ўзбекистонда буюртма савдо тизими мавжуд, яъни тижорат банклари АҚШ долларини сотиб олиш ва сотишга буюртма тақдим қилади. Марказий банкнинг бош дилери белгиланган вақтда буюр-

тма беришни тўхтатиш тўғрисида буйруқ беради, шундан сўнг сотиб олиш ва сотишнинг умумий суммаси белгиланади. Шу аснода, сўмнинг 1 АҚШ долларига нисбатан биржадаги курси белгиланади ва бунда сўм билан доллардаги буюртмалар таққосланиши асос бўлиб хизмат қилади. Биржа курсининг бу тарзда белгиланиш услуби АҚШ долларига бўлган талаб ва таклифлардан келиб чиқиб амалга оширилади. Лекин бундай ҳолларда биржа курси фақат тижорат спот курсига асосланиб қолмайди, шу сабабли бу ерда фиксинг тартиби қўлланилмайди.

Миллий валюта – сўм қабул қилинмасдан аввал, дастлаб рубль (1991 – 1994 йилнинг апрелигача), сўнгра «сўм купон» (1994 йилнинг апрелидан 1994 йил июнгача)га асосланган курс амал қилган. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1994 йил 16 июндаги фармонида мувофиқ, шу йилнинг 1 июлидан бошлаб, Ўзбекистон ҳудудида барча тўлов учун сўм қўлланила бошлади. Шу санадан бошлаб, Ўзбекистон ўз валюта тизимида эга бўлди ва валюта сиёсатини мустақил олиб бориш учун барча имкониятларга эга бўлди.

1991 йилдан ҳозиргача Ўзбекистон валюта бозори амалиётида қуйидаги курслар амал қилган: Марказий банкнинг расмий курси, биржа курси, биржадан ташқари курс, банклараро савдо сессиялар курси, норасмий параллел курс.

Марказий банк курси мамлакат асосий курси ҳисобланиб, бу курс жаҳон бозорларида маҳсулот нархи, чет мамлакатларнинг иқтисодий кўрсаткичларини баҳолаш ва бошқа статистик мақсадларга мўлжалланган. Ушбу курс миллий валюта қабул қилинган кундан бошлаб, ҳозирга қадар узлуксиз котиловкаланиб келган курс ҳисобланади (3.7 – расмга қараңг). Марказий банк курси расмий курс бўлиб, унга параллел тарзда турли даврларда турли хил курслар амал қилган. Булар ичида давомийлиги бўйича бир хил бўлган параллел «қора» бозор курси алоҳида эътиборни жалб қилади (3.7-расмга қараңг). Зеро параллел қора бозор курси норасмий бўлсада, унинг ўртача ўзгариши доимий тарзда кузатиб борилади.

Кўриб турганимиздек, расмий ва норасмий курс ўртасидаги фарқ 1996 – 2002 йиллар оралиғида сезиларли ошган. Бу мамлакатда олиб борилган айирбошлаш курси сиёсати нисбатан қатъий бўлганидан далолат беради. 2003 йилдан кейинги даврда фарқ сезиларли қисқариб, қарийб нольга етказилди. Албатта валюта сиёсатининг мақсади қора бозор билан тенглашишдан иборат эмас. Параллел «қора» бозор иштирокчилари жисмоний шахслар билан чек-

ланган, бу эса бозор курсининг ҳар қандай омилга (асосан психологик омиллар ва мавсумий ўзгаришларга) юқори даражада таъсирчан бўлишини асослайди.

Марказий банк курсида сезиларли тебранишлар кузатилмасада, ундаги ўзгариш миллий валютанинг девальвацияланиб бораётганини кўрсатади. Девальвация – миллий пул бирлигининг қадрсизланиши назарий жиҳатдан экспортни рағбатлантиришга хизмат қилсада, у инфляция суръатининг ошишига импорт нархларининг кўтарилиши орқали таъсир этади. Хўш, Ўзбекистонда валюта курси асоси нималардан иборат, унга қандай омиллар таъсир этмоқда, нима сабабдан у қадрсизланиб бормоқда, иқтисодиётга қадрсизланишнинг қандай таъсири кузатилмоқда, умуман олганда, олиб борилаётган айирбошлаш курси сиёсатининг моҳияти нималардан иборат, валюта курсининг иқтисодий ўсиш ва экспорт салоҳиятига таъсири қандай?

Шу ва шу каби саволларга жавоб беришдан олдин сўм курсига таъсир этаётган омилларни таҳлил қилиш керак.

Таниқли олим Р. Дорнбуш ўзининг «Айирбошлаш курсининг динамикаси ва кутишлар» китобида илмий таҳлил олиб бориб, миллий валюта курсининг динамикасига таъсир қиладиган омилларни асослаб берди. Жумладан, у шундай таъкидлайди: «Агар миллий валютанинг қадрсизланиши кутилаётган бўлса шу валютада номинация қилинган активлар бўйича фоиз ставкаси ташқи дунёдаги фоиз ставкасидан мутаносиб равишда ошиши керак»⁵⁰. Ўтказилган эмпирик изланишлардан келиб чиқиб, капитал ҳаракати турли мамлакатлардаги фоиз ставкалари ўртасидаги тафовутга боғлиқлигини аниқлаш мумкин.

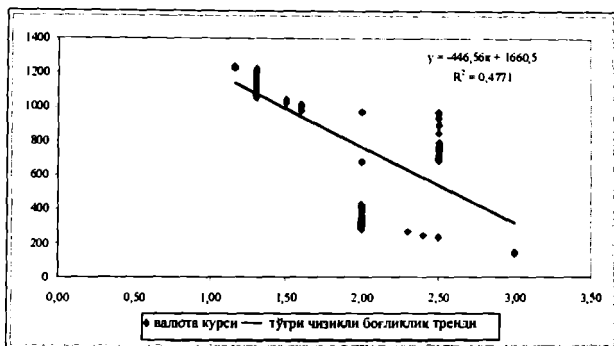
Валюта курсининг динамикасига капитал ҳаракатидан ташқари, фоиз ставкалари ва халқаро захиралар ҳам сезиларли таъсир этади. Амалиётдан маълумки, сузиб юрувчи валюта курси режимидаги ривожланган мамлакатлар валюта курсига таъсир этиш билан боғлиқ тадбирлари жуда суст кечади. Валюта курсини ўзгартиришга эмас, балки макроиқтисодий тебранишларга кўникиш жараёнидаги фоиз ставкалари ва халқаро захиралардаги ўзгаришларга кўпроқ асосланиш бу давлатларга хос хусусиятдир. ХВФ мутахассислар олиб борган тадқиқот натижасида сузиб юрувчи курс амал қиладиган ривожланаётган мамлакатларда фоиз ставкаларининг ўзгарувчанлиги бошқа саноати ривожланган мамлакатларга қараганда юқори эканлиги аниқланган. Бундан ташқари, сузиб юрувчи

⁵⁰ ЭТОТ ИЗМЕНЧИВЫ ОБИЕННЫЙ КУРС/ Перевод с английского. М.: Дело, 2001. – 210 стр.

курсга эга ривожланаётган давлатларда халқаро захиралар даражасининг ўзгарувчанлиги саноати ривожланган мамлакатлардан кўра кўпроқ аҳамият касб этиши қайд этилган⁵¹.

Ўзбекистонда фоиз ставкалари ва валюта курсларининг ўзгариш суръатларини қуйидаги расмдан кўришимиз мумкин (3.8-расмга қаранг).

Расмдаги ҳолат ва регрессия коэффициентидан кўриб турибмизки, фоиз ставкаси ва валюта курси ўртасидаги боғлиқлик жуда кам (регрессия коэффициенти – 0,4771 ва корреляция коэффициенти 0,69072). Бу ҳолат Р.Дорнбушнинг назарий қарашларига зид ҳисобланмайди. Бу боғлиқлик коэффициентлари капитал ҳаракати эркин бўлганида янада юқори бўлар эди.



3.7-расм. Ўзбекистон Республикасида фоиз ставкалари ва миллий валютанинг курси ўзгариши⁵²

Маълумки, Ўзбекистон жорий операциялар бўйича ХВФ мажбуриятларини қабул қилиб, капитал ҳаракати билан боғлиқ операциялардаги чекловларни амалда ушлаб турибди. Фоиз ставкасининг валюта курсига таъсир эса капитал бозори эркин бўлганда сезилиши мумкин. Шунинг учун фоиз ставкаси орқали валюта курсини тартибга солиш асосан ривожланган мамлакатлар учун ҳосдир. Сўм ва фоиз ставкаси ўртасидаги боғлиқлик, капитал ҳаракати билан боғлиқ чекловлар таъсирида нольга яқин бўлиши керак эди,

⁵¹ ХВФ ҳужжати SM/99/216 (R) - 62 б

⁵² Марказий банк маълумотлари асосида Муаллифлар томонидан тайёрланди.

аммо бу боғлиқлик қарийб 0,5 қиймат атрофида қайд этилмоқда. Бу эса маълум даражада боғлиқлик борлигини англатади.

Ўзбекистонда ҳам капитал бозори, чекланган бўлиб, бошқа ривожланаётган мамлакатлардаги каби, фоиз ставкаси валюта курсига харид қобилияти, аниқроғи инфляция орқали таъсирни ўтказиши мумкин. Чунки бунда фоиз ставкаси икки мамлакат ўртасида капитал ҳаракатини рағбатлантирмасдан, бир мамлакат ички пул бозори индикатори бўлиб келади.

Бу ҳолда, айирбошлаш курси сиёсати ички мувозанатни таъминлашга қаратилганидан далолат беради. Шу ўринда иқтисодий мувозанатни иккига бўлишимиз мумкин: ички ва ташқи. Ички мувозанат таъминланганида мамлакат ҳудудида товарлар ишлаб чиқаришнинг кўпайиши пул бозоридаги мос ўзгаришлар билан иқтисодий ўсишга эришилади. Масалан, товар ишлаб чиқаришнинг кўпайиши унга тенг бўлган пул массасининг ортишини талаб этади.

Мамлакат тўлов балансида юзага келган тафовут валюта курсини ўзгартириш ҳисобига бартараф этиб, иқтисодиёт ташқи мувозанатга эришилади. Шунингдек, ташқи мувозанатни валюта курсини ўзгартирмасдан туриб таъминлашнинг яна бир йўли тўлов балансининг айрим бўлимларида юзага келган дефицитни бошқа бўлимларидаги профицит билан қоплаш мумкин.

Бунда, ички ва ташқи мувозанат тушунчаларини очиқ ва ёпиқ иқтисодиётдан фарқлаш керак, яъни ички мувозанатни таъминлаш ёпиқ иқтисодиёт учун ва ташқи мувозанат очиқ иқтисодиётга хос дегани эмас. Ички мувозанатда иқтисодиётнинг барча секторлари мамлакат товар ва пул бозори мувофиқлигини таъминлашга йўналтирилади ва бу мувозанатни таъминлаш асосан ривожланаётган мамлакатларга хос бўлади.

Ҳукуматимиз томонидан, ислохотларнинг дастлабки босқичларида бозор иқтисодиётига қаратилган барча чора – тадбирлар кучли ижтимоий сиёсатдан келиб чиқиб ўтказилиши белгилаб олинган. Ўзбекистон шароитида ташқи мувозанатни таъминлаб туриб, ижтимоий соҳани муҳофаза қилиб бўлмас эди. Чунки импортнинг ошиб бориши валюта захирасини қисқартирибгина қолмай, миллий валюта девальвацияланиши ва ички нархларни кўтарилишига таъсир этаётган эди. Бу ҳолатда, валюта курси ўзгаришини тартибга солиб, тўлов баланси мувозанатини таъминлаш олтин – валюта захираси ҳисобига катта ҳажмдаги интервенцияларни талаб этар эди.

Ривожланган мамлакатлар тажрибасидан маълумки, валюта курсини тартибга солиш дисконт сиёсати инструменти ёрдамида ҳам амалга оширилиши мумкин. Аммо бу тажрибани бизда қўллаш учун капитал ҳаракати мутлоқ эркин ва фоиз ставкасига ўта таъсирчан бўлишни талаб этар эди. Мамлакатнинг ривожланиш босқичида капитал ҳаракати билан боғлиқ операцияларни эркинлаштириш қандай оқибатларга олиб келиши мумкинлигини Россия ва Жанубий – Шарқий Осиё мамлакатларда кузатилган инқирозлардан кўришимиз мумкин.

Шундай экан, Ўзбекистон ҳам аввал ички мувозанатни таъминлаб, зарур шарт – шароитга эришгандан сўнг ташқи мувозанатга эътиборни қаратиши ҳар томонлама маъқул ҳисобланади.

Ички мувозанатни таъминлашга хизмат қиладиган валюта курсининг ўзига хос жиҳати, унинг жуда тор доирада тебраниб туриши билан боғлиқ. Бундай валюта курси режимига қуйидаги ҳолатлар хос бўлади⁵³: молия бозорлари интеграцияси жуда паст даражаси, ташқи савдонинг мамлакат ЯИМ даги улуши нисбатан юқорилиги, ишлаб чиқариш ва истеъмолнинг диверсификациялангани, инфляциянинг ташқи омилларга таъсирчанлиги суст бўлиши, бюджет устуворлиги, режимни таъминлашга етарли бўлган олтин валюта захирага эга бўлиш.

Юқоридаги ҳолатларни ҳисобга олиб, Ўзбекистон учун валюта курсининг ички мувозанатни таъминловчи моделни макроиқтисодиёт фанида мавжуд IS – LM моделига асосланган ҳолда тузиш мумкин. Бунда энг қулай усул юқорида кўриб чиққан моделларимиздан бири кичик очик иқтисодиёт учун Манделл – Флеминг модели ҳисобланади. Манделл – Флеминг модели мувозанатни ички ёки ташқи томонига қаратилмаган, унда мутлоқ мувозанат, яъни ҳам ички ҳам ташқи мувозанат акс этган. Бу моделдан ички мувозанатга хос томонларни ажратиш оламыз.

Ички мувозанат моделни тузишда учта эндоген кўрсаткичдан фойдаланамиз: r - фоиз ставкаси, e - валюта курси, ҳамда Y - даромад. Манделл – Флеминг модели сингари мазкур модел икки чизмада акс этади. Аммо капитал ҳаракатининг таъсири ҳисобга олинмайди. Биринчиси $Y - r$ ва иккинчиси $Y - e$ координаталаридан ташкил топади.

Ушбу модел икки тенгликдан иборат бўлиб, қуйидагича акс этади:

⁵³3.4 – жадалга қаранг

$$\text{IS чизиғи} \quad Y = C(Y-T) + I(r) + G + NX(Ye) \quad (3.10)$$

$$\text{LM чизиғи} \quad M/P(e) = L(r, Y) \quad (3.11)$$

3.10 – тенглама IS эгри чизиғини тасвирлайди ва товар бозорида мувозанатга эришилгандаги Y даромад ва r фоиз ставкаси ўртасидаги муносабатни акс этади. Бу ерда:

C – истеъмол ($Y - T$ ялпи даромаддан солиқларни чегириш функцияси);

I – инвестиция (r фоиз ставка функцияси);

G – давлат харажатлари ва

NX – соф экспортдан (Y дармоад ва e валюта курси функцияси).

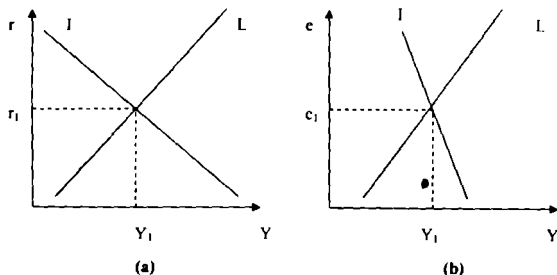
3.11 – тенглама LM эгри чизиғини тенгламаси бўлиб, у пул бозорида эришилган мувозанат ҳолатида Y даромад ва r фоиз ставкаси қийматини кўрсатади. Ушбу тенгламада:

M – пул таклифининг;

$P(e)$ – валюта курсининг функцияси сифатида ички нархлар;

L – пулга бўлган талаб (r фоиз ставкаси ва Y даромад функцияси).

Валюта ҳудуди (ёки кичик очик иқтисодиёт) учун тузилган Манделл – Флеминг моделидан фарқли равишда, бу ерда валюта курсининг мамлакат ички нархларига таъсири ҳисобга олинган, яъни миллий валютанинг қадрсизланиши импорт маҳсулотлар нархини кўтаради ва натижада бу ички нархларга ҳам таъсир қилади. Бундан ташқари, Манделл – Флеминг моделида валюта ҳудуди доирасида эркин капитал ҳаракати мувозанатни таъминлашда сезиларли таъсир этиш назарда тутилган, шу сабабли юқорида формулаларга қўшимча тарзда $r = r^*$ тенгламаси киритилган. Ички мувозанат моделида эса бу омил ҳисобга олинмайди.



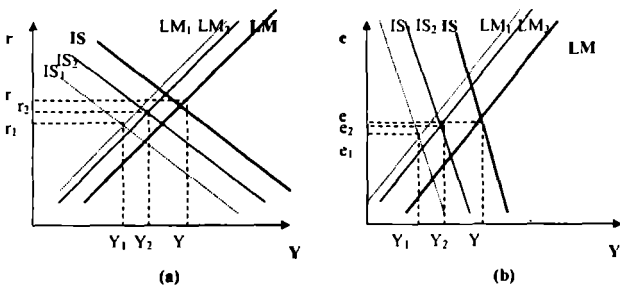
3.8-расм.

Ушбу моделда ташки савдо, бюджет ва пул - кредит сиёсатларининг самарадорлигини кўрамыз.

$Y - r$ чизмадаги (3.8 (a) – расм) моделнинг абсцисса ўқида даромад ва ордината ўқида фоиз ставкаси ифода этилган. Одатдаги IS – LM модели каби, бу ерда ҳам IS эгри чизиги фоиз ставкасига тескари пропорционал, LM эгри чизиги эса унга тўғри пропорционал бўлади.

$Y - e$ чизмадаги (3.8 (b) – расм) моделнинг абсцисса ўқида ялпи даромад ва ордината ўқида валюта курси акс этади. Мамлакатда халқаро капитал чекланганлиги туфайли, IS ва LM эгри чизиклари $Y - r$ чизмага қараганда бир – бирига яқин бўлади.

Ташқи савдонинг сиёсати учун икки ҳолатни таҳлил қиламиз: унинг эркинлашуви ва қатъийлашуви (импортни қисқартириб, экспортни кенгайтириш). *Ташқи савдонинг эркинлашуви* мамлакатга импорт маҳсулотларини оқиб келишига йўл очиб беради. Бу соф экспортни қисқариши ва IS эгри чизигининг чап силжиши билан ялпи даромаднинг камайишига олиб келади. Импортнинг ошиши таъсирида миллий валюта курси тушади ва ички нархларни кўтаради (3.9 (b) - расм).



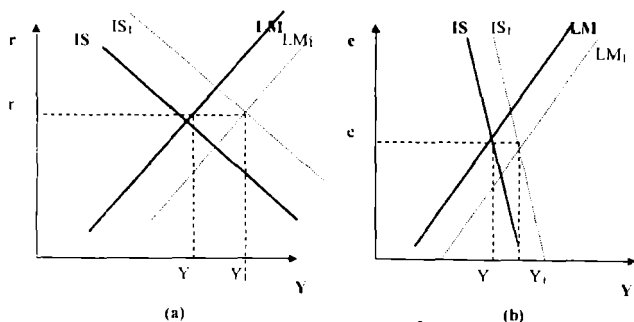
3.9 - расм.

3.11 – тенгламага мувофиқ, нархнинг кўтарилиши пул таклифи ўзгармаган ҳолда, пул бўлган талаб қисқаради LM эгри чизик LM_1 га қадар чапга силжийди. IS_1 ва LM_1 эгри чизиклари туташганда ҳосил бўлган r_1 фоиз ставкаси аввалгига нисбатан паст кўрсаткични ташкил этади.

Қарз маблағларининг нархи тушиши уларга бўлган талабни оширади ва LM эгри чизиги ўнгга сурилади, шунингдек, валюта

курси девальвацияси таъсирида экспорт рағбатлантирилади ва унинг ўсиши кузатилади, шу билан бирга соф экспорт ҳам ошади ва даромадни кўпайтиради, натижада IS эгри чизиги ҳам ўнгга силжийди. Демак ташқи савдонинг эркинлашуви таъсирида кўпайган импорт охир окибат мувозанатга эришилгандан кейин ҳам даромадни қисқартиради. Импорт таъсири олдини олиш валюта захираси ҳисобига ушлаб турилиши ҳам мумкин, бу шароитда мувозанат захира ҳажмига боғлиқ бўлади.

Импортни чеклаш ва экспортни кенгайтиришга қаратилган ташқи савдо. Импортни қисқартириш натижасида соф экспорт кўпаяди ва даромад ортади, IS эгри чизиги ўнгга силжийди (3.10-расмга қаранг). IS чизигининг силжиши натижасида валюта курси кўтарилади. Марказий банк валюта курсини экспортга салбий таъсирини олдини олиш мақсадида интервенцияни амалга оширади (хорижий валютани харид қилади) ва пул массаси ортади, LM эгри чизиги ўнгга силжийди. Фоииз ставкаси ўзгармаган ҳолда ва капитал ҳаракати бўйича чекловларнинг қолиши пул массасида товар билан эмас хорижий валюта билан таъминланган пуллар муомалада бўлади. Бозор ислохотларининг давом этиши ва валюта бозорини янада эркинлаштирилиши билан тўлов баланси профецити капитал экспорти билан қопланмаса, валюта инкирози хавфи ортиб боради. Вазият шу тариқа давом этаверса, валюта курсининг оз миқдорда қадрсизланиши ҳам пул массасига жиддий таъсир этиши мумкин бўлади.



3.10- расм.

Иқтисодийни рағбатлантирувчи *бюджет сиёсати*. Бунда давлат ҳаражатларининг ошиши ва ялпи даромаднинг (ΔY) кўпайиши

назарда тutilади. Давлат харажатларининг ошиши IS эгри чизикни IS_1 ўнгга силжитади (3.12 – расмга қаранг). Бу даромадни кўпайиши ва пул бўлган талабни ошишига олиб келади, натижада фоиз ставкаси (r_1) ва валюта курси (e_1) кўтарилади. Капитал ҳаракати эркин бўлганда, фоиз ставкаси бошқа мамлакатлардан оқиб келаётган маблағлар ҳисобига тушиши мумкин эди. Аммо бу ерда капитал кириб келиши фоиз ставкасига боғлиқ бўлмаганлиги учун мувозанатга эришиш пул эмиссияси орқали бажарилади. Марказий банк пулни эмиссия қилиб, пул массасини кўпайтиради ва LM эгри чизик LM_1 ўнгга силжийди ва фоиз ставкаси билан валюта курси аввалги ҳолатига қайтади.

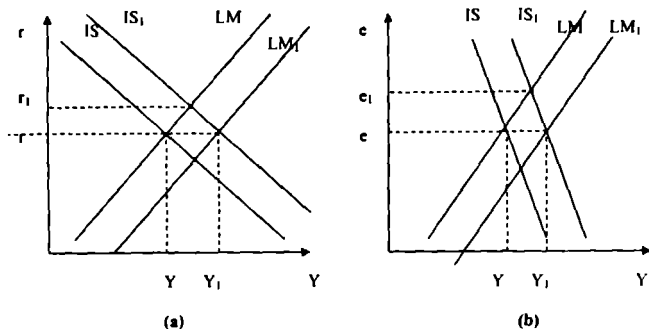
Бу ҳолат ҳақиқатда бюджетни эмиссия ҳисобидан молиялаштиришни англатади. Маълумки, бюджетнинг бу тарзда молиялаштирилиши иқтисодчилар томонидан салбий баҳоланади. Лекин иқтисодиётни бу ҳолатида мувозанатга айнан шу тарзда эришиш мумкин. Акс ҳолда, фоиз ставкасининг юқори бўлиши қарз маблағларини қимматлашуви, пул массаси ўзгармаган ҳолда унга бўлган талабнинг ошиши натижасида нарх кўтарилиши (дефляция), ишлаб чиқариш ривожланишини сустлашуви, валюта курси кўтарилиши таъсирида экспортнинг қисқариши юз бериши мумкин. Бу билан давлат харажатларининг ошган қисми эмиссия билан тўлдирилиши мумкин деган фикрдан мутлоқ йироқмиз. Эмиссия фақатгина харажатларнинг маълум қисмини қоплашга етарли бўлиши керак. Яъни Марказий банк харажатлар ошиши ва пулга бўлган талабни кўпайиши ўртасида k боғлиқлик коэффициентига асосан эмиссия қилса, унинг салбий таъсири кузатилмайди.

$$\Delta M = k * g + b,$$

Бу ерда, ΔM – эмиссия ҳажми, k – боғлиқлик коэффициенти, g харажатларнинг ошган қисми, b – эркин ўзгарувчи. Ушбу тенглама тўғри чизикли боғлиқликни ифода этиб, харажатлар ва эмиссия бошқа даражали тенгламалар орқали ифодаланиши ҳам мумкин.

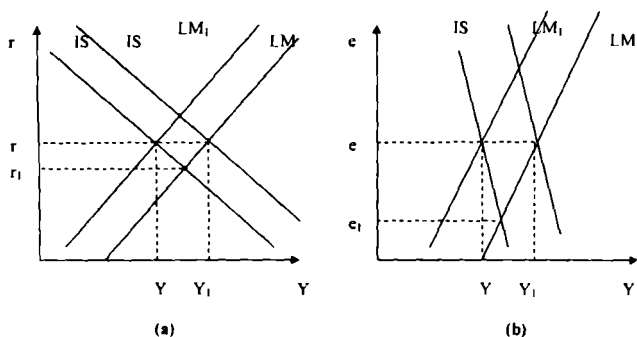
Бунда иқтисодиёт пул массасининг ошиши орқали рағбатлантирилиши кўзда тutilади, яъни пул массасини оширилиши ва фоиз ставкасини туширилиши қарз маблағларни арзонлаштиради ва ишлаб чиқаришни кенгайтиришга хизмат қилади, бу билан ялпи даромад Y кўпаяди (3.12-расмга қаранг). Пул массасининг кўпайиши LM эгри чизигини ўнгга силжишида акс этади. Бунда фоиз ставкасига r_1 ва валюта курси e_1 га тушади. Фоиз ставкасининг тушиши инвестиция фаолиятини жадаллаштиради, ишлаб чиқаришни кенгайтиради ҳамда валюта курсининг девальвацияланиши экс-

портни кўпайтиради натижада IS эгри чизиги ҳам ўнга силжийди ва даромад ошган ҳолда аввалги кўрсаткичга эришилади.



3.11 - расм.

Иқтисодий ўсишни рағбатлантирувчи пул – кредит сиёсати.



3.12 - расм.

Бу ерда, экспортни девальвацияга таъсирчанлиги ва инвестициянинг фоиз ставкасига таъсирчанлиги муҳим аҳамият касб этади. Чунки IS эгри чизигининг ўнга силжиши шу омилларга боглик бўлади. Республикамиздаги ҳолатни кўрадиган бўлсак, экспортнинг валюта курсига таъсирчанлиги турли даврларда турлича бўлганлигини кўришимиз мумкин.

**Валюта курсининг экспорт – импорт операциялари
ўртасидаги R² боғлиқлик**

	1996-1998	1998-2003	2003-2006	2007- 2011
Экспорт	0,6745	0,4469	0,9365	0,9438
Импорт	0,5698	0,332	0,9076	0,9123

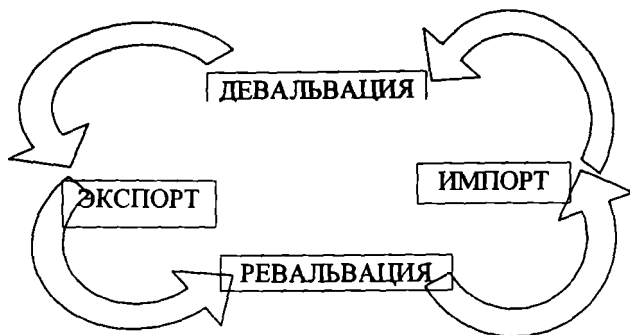
Жами давр учун боғлиқлик коэффициенти импорт учун 0,0131, экспорт учун эса 0,1509ни ташкил этмоқда. Бу кўрсаткич даврларга бўлиб таҳлил қилингандан анча паст. Чунки иккинчи давр (1998 - 2003 йиллар)да келгуси эркинлаштириш жараёнларининг самарали кечиши учун зарур шарт – шароит яратиш мақсадида, ташқи савдо давлат томонидан қатъий назорат остига олинган ва кўрсаткични умумий кўриниши тушиб кетган.

Сўнги даврни кўрадиган бўлсак, боғлиқ коэффициенти юқори эканлигига гувоҳ бўламиз. Бу ҳолатни таҳлил қиладиган бўлсак, валюта курсини ўзгариши ташқи савдога таъсири турлича эканлигини аниқлашимиз мумкин (3.6-жадвалга қаранг). Яъни девальвация шароитида экспорт ошиши кузатилиб, импорт қисқариши керак эди, ammo бу ҳолатда экспорт ҳам импорт ҳам ошиб бормоқда.

Ушбу расмдаги ўзгаришларда, бўлинган давр оралигида фаоллик бир хилда ўзгарганини кўришимиз мумкин. Яъни, импортни чеклашга қаратилган сиёсат экспортга ҳам таъсир этган ва бу даврда давлат аралашуви сезиларли бўлгани учун бозор таъсири нисбатан пастроқ бўлган, 3.6-жадвалда 1998 – 2003 йилларда боғлиқ коэффициенти айнан шундан далолат беради.

3.13-расмни кўрадиган бўлсак, девальвация кузатилсада (3.7-расмга қаранг), импортнинг ҳажми қисқармаяпти. Бу ҳодисага изоҳ бериш мақсадида, *мувозанатли курс* тушунчасини киритамиз. *Мувозанатли курс* – бу ички мувозанатга эришилган ҳолда, ташқи мувозанатни таъминлашга хизмат қиладиган курсдир.

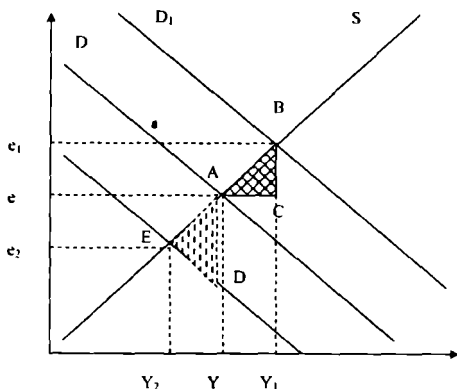
Назарий жиҳатдан, девальвация экспортни рағбатлантиради, экспортни кўпайиши миллий валюта қадрини оширади ва курсни ревальвацияланишга олиб келади, бу эса ўз навбатида импорт ҳажми ортишига қулай муҳит яратади, импортнинг кўпайиши миллий валютани қадрсизлантиради ва жараён шу тариқа давом этаверади (3.14-расмга қаранг).



3.13- расм.

Мувозанатли курс одатда, номинал курсдан фарқ қилади. Номинал курс мувозанатли курсдан паст бўлса, мамлакат экспорт салоҳияти ошади, аксинча ҳолатда импортнинг кўпайишига қулай шароит юзага келади. Масалан, номинал курс USD/GBP 0,56 тенг мувозанатли курс эса 0,65 га тенг. Бунда АҚШ экспорти 1 млн. АҚШ долларига тенг маҳсулотни экспорт қилганда Британия харидорлари унга номинал қийматда 560 минг фунт стерлинг тўлашлари керак. Британияда ишлаб чиқарилган тенг ҳажмда худди шу турдаги маҳсулотни харид қилиш учун британиялик харидорлар 650 минг фунт тўлайдилар. Курслар ўртасидаги фарқ, яъни 90 минг фунт стерлинг АҚШ ишлаб чиқарувчисига рақобатда устун бўлишга хизмат қилади. Сотувчи хоҳласин ўз маҳсулотини маҳаллий нархларда, яъни 90 мингга тенг устамани кўшиб сотиб қўшимча фойда олиши мумкин ёки шу қиймат оралиғида исталган нархни белгилаб, маҳсулотини тез фурсатда айирбошлаш олади. Бу ҳолатни расм сифатида тасвирлайдиган бўлсак қуйидагича бўлади.

Ушбу расмда АҚШ долларининг фунтга нисбатан номинал курси e , мувозанатли курс эса e_1 бўлиб, экспортчи ABC учбурчак майдонига тенг ҳажмда рақобатда устунлик қилади. Акс ҳолда, яъни e номинал курс e_2 мувозанатли курсдан юқори бўлса, экспортчининг бу мамлакатдаги савдоси юришмайди, ёки маҳсулотини сотган тақдирда ҳам AED учбурчак юзасига тенг ҳажмда зарар кўради.



3.14-расм.

Мувозанатли курсни ҳисоблаш нисбатан мураккаб бўлиб, у асосан юқорида кўриб чиқилган Харид Қобилияти Паритети (ХҚП) га асосланади. Бу борада ХҚП нинг бир қанча назариялари мавжуд бўлиб, баъзи бирлари бир турдаги товарлар нисбатини олса, бошқалари ўртача нархлар кийматини ёки индекс орқали курсни аниқлаш усулларини ақс этади. Мамлакат экспорти учун қулай курсни ҳисоблаш учун айнан экспорт маҳсулотлар нисбатини олиш мақсадга мувофиқ.

Номинал курсини мувозанатли курсга нисбатан тўғри белгилаш ички ва ташқи мувозанатни бир хилда таъминлаш билан бирга, балки ташқи савдони оптималлаштириш, экспорт маҳсулотларини тўғри йўналтириш, экспорт имкониятларидан кенгрок фойдаланиш имконини беради. Айнан шу сиёсатни ҳозирги пайтда, Хитой ва Япония олиб бормоқда. АҚШ ҳукумати бир неча бор Хитойдан юань курсини кўтариш (ревальвация) билан мурожаат қилган, лекин бу ҳолда унинг экспортига зарар келишини билган Хитой рад жавобини берган.

Албатта бундай даражага эришиш мамлакат экспортнинг ривожланганлигига боғлиқ. Экспортни ривожлантириш эса, давлат томонидан тақдим этилаётган турли хил имтиёзлар билан бир қаторда тузилмавий хусусиятга эга валюта курси сиёсатини тўғри олиб боришга боғлиқ бўлади.

2 БЎЛИМ ВАЛЮТА БОЗОРИДАГИ ОПЕРАЦИЯЛАРНИНГ АМАЛ ҚИЛИШ МЕХАНИЗМИ

IV боб. ВАЛЮТА ОПЕРАЦИЯЛАРИ ТАСНИФИ ВА УЛАРДА РИСКЛАРНИ БОШҚАРИШ ЖИХАТЛАРИ

4.1. Нақд касса ва муддатли валюта операциялари

Валюта бозорида икки турдаги олди – сотди битими тузилиши мумкин:

- нақд касса битимлари;
- муддатли битимлар.

Нақд касса битимлари – бу операциялар уларнинг бажарилиш муддати икки кун деб тан олинган, яъни валюта бозоридаги сотувчи ва сотиб олувчилар бирор бир валюта бўйича битим имзолашса, сотилган валюта икки иш кунда сотиб олувчига етказилиши ва сотиб олувчи томонидан ушбу валюта учун берилган нарх (битим имзоланган кундаги валюта курси) асосида унинг қийматини тўлаб бериш кафолатланади. Бундай операциялар жаҳон андозаларида СПОТ операциялари деб ҳам юритилади.



4.1-расм. Валюта операцияларининг муддат бўйича классификацияси

Спот операциялари жуда кенг тарқалган бўлиб, валюта битимларнинг тахминан 90%гача бўлган қисмини ташкил қилади. Юқорида келтирилганидек, колл битим бўйича валютанинг етказиб берилишидаги ўзига хос жиҳати шундаки, айрибошланаётган

валюталар контрагент банклар томонидан бир-бирларига икки иш куни ичида, битим имзоланган кундаги белгиланган аниқ курс бўйича амалга оширилишидир. Бунда иш куни деб ҳар бир валюта бўйича битимда иштироқ этаётган контрагент банкларни иш кунлари ҳисобга олинади, яъни, агарда битим имзоланган куннинг эртаси куни бирорта «А» контрагент банк учун дам олиш кунига тўғри келса, демак бу битимнинг ижроси яна бир кунга узайтирилади⁵⁴.

Бундай битимларни мажбурий шарти бўлиб, битимнинг шартларини олдиндан келишиб олиш ҳисобланади. Контрагентлар тарафидан қуйидаги асосий шартларни тан олишсагина СПОТ битими имзоланган ҳисобланади, булар:

- сотиб олинаётган (сотилаётган) валюта миқдори;
- валюта айрибошланиш курси;
- валюталаштириш санаси;
- контрагентларнинг тўлов реқвизитлари;
- тўлов амалга оширадиган фирма номи.

Спот битими ижросини ўз вақтида қисқа муддат ичида бажарилиши бўйича маълум маънодаги объектив муаммолар мавжуд бўлган бўлса, электрон алоқа воситалари ҳамда банклараро клиринг марказларида ишлатиладиган компьютер техникаларининг ривожланиши ва такомиллашиши натижасида спот битимлари бўйича операциялар тез бажарилишини таъминлашга замин яратди. Сўзимизнинг далили сифатида тижорат банклари томонидан амалга ошириладиган депозит операцияларнинг муддатлари жуда қисқарганини келтириш мумкин. Яъни, ҳозирда банклар вақтинча бўш маблағларини «бугундан эртагача» ёки «эртадан индингача» депозитларга маблағларини жойлаштирган ҳолда қўшимча даромад олмақдалар. Шундай қилиб банклараро мавжуд қисқа муддатли боржларда:

Today битимлари – Today курси бўйича валютани битим тузилган кунда етказиб бериш шарти билан;

Tomorrow битимлари — Tomorrow валюта курси бўйича валютани эртасига етказиб бериш шарти билан операциялар амалга оширилади.

Шуни таъкидлаш жоизки, базавий валюта операцияси сифатида СПОТ операциялари амалда қолмоқда ва базавий валюта курси сифатида «СПОТ» курси саналмоқда. Айнан шу спот курси асосида

⁵⁴ Л.Н.Красавина, «Международные валютно-кредитные и финансовые отношения», М. «Финансы и статистика», 2003 г. Стр.352

валюта бозорида амалга ошириладиган қолган барча муддатли ва жуда қисқа муддатларда бажариладиган бир марталик валюта айрибошланишини назарда тутувчи валюта операциялари бўйича валюта курслари аниқланилади.

Спот курс – бу спот битими тузилаётган вақтда бир мамлакат валютасини бошқа бир мамлакат валютасидаги баҳосидир⁵⁵. Спот курс ўзида унинг сузиб юрувчи ёки қатъий белгиланган тартибда ишлашидан қатъий назар операция амалга оширилаётган вақтда миллий валютанинг чет элларда қадри қанчалик баҳоланишини ўзида акс эттиради.

Оддий валюта курслари дилерларга умумий килиб олганда, алоҳида муаммони касб этмайди. Улар ўз котировкаларини бозорда кутилаётган анъанага ёки жорий воқеликларга боғлиқ ҳолда ўзгартирадилар. Бундай ёндошув учинчи валюта курсини аниқлайди. АҚШ доллари кўпгина операцияларда базис валюта бўлиб ҳисоблансада, ҳатто миллий валютадаги битимларда асосий валюталарнинг бир-бири билан бўлган аниқ курсини ёки етакчи валюталарга нисбатан бўлган курсини аниқлаш осон эмас. Кўпгина дилерлар фунт стерлинг/АҚШ долл.; евро/АҚШ долл.; АҚШ долл./япония иенаси ва шу каби операцияларга ихтисослашади.

Валюта бозорига хизмат кўрсатадиган валюта курси – бир валютани бошқа валютанинг маълум қийматида ифодаланган қиймати. Уни аниқ кўрсатиш учун тўғри ва тескари котировкалардан фойдаланилади.

Тўғри котировкада миллий валюта бирлигининг ўзгарувчи қиймати хорижий валютада ифодаланилади.

Тескари котировкада хорижий валюта бирлигининг ўзгарувчи қиймати миллий валютада ифодаланилади. Бунда ҳар доим битим валютаси бўлиб, хорижий валюта, баҳоловчи бўлиб эса мамлакат валютаси ҳисобланади.

Кросс-курс – бу икки валютани учинчи валютага нисбатан олинган курсдан ҳосил бўлган, икки валюта ўртасидаги курс. Учинчи валюта бўлиб, асосан АҚШ доллари ҳисобланади.

Спот операциялари валюта позицияси меъёри нуқтаи – назардан олганда энг қулай валюта операцияси ҳисобланиши билан бирга, ўзида маълум маънодаги валюта хавфини ҳам туғдиради. Уларни амалга ошириш техникаси бир қанча босқичларни ўзида

⁵⁵ Ваҳобов А.В., Жумаев Н.Х., Бурхонов У.А. «Халқаро молия муносабатлари», дарслик. «Шарқ» нашр. 2003 й., 66-бет.

мужассам қилган. Валюта бозори ўз фаолиятини бошлашидан олдин валюта дилерлари кечаги валюта бозорининг якунида вужудга келган ёпилиш валюта айрибошланиш курслари билан танишишади. Бундан ташқари, дилерлар ушбу давлат валюта бозори иш бошлашидан олдинроқ иш бошлаган валюта бозорларида вужудга келаётган валюта айрибошлаш курсларини ўзгаришларини, уларга таъсир қилган омилларни ва кутилаётган ҳодисаларни инобатга олган ҳолда ўрганишади. Эга бўлинган таҳлилий маълумотлар асосида дилерлар ўзларининг – миллий валюталарининг хорижий валюталарга нисбатан бўлиши мумкин бўлган ўртача айрибошланиш курсини компьютер технологияларидан фойдаланган ҳолда аниқлашади. Бундай ўртача курсни аниқлаш биринчи валюта операцияларини амалга ошириш учун зарурдир.

Спот операцияларини, банклар ўз мижозларининг хорижий валютага бўлган талаблари ва эҳтиёжларини қондиришда, капиталлар оқимининг амалга ошишини таъминлашда, ҳамда арбитраж ва чайқовчилик операцияларини амалга оширишда қўллашади.

«...Ўзбекистон Республикаси ҳудудида очик валюта мавқеи лимити доирасида чет эл валютасини сотиб олиш ва сотиш бўйича, шу жумладан, ҳосилавий молия воситалар асосида чет эл валютасини сотиб олиш ва сотиш бўйича бевосита ўзаро, ўз мижозлари билан ҳамда валюта биржалари орқали, шунингдек, халқаро валюта бозорларда операцияларни амалга оширишга ҳақлидир⁵⁶», - деб кўрсатилган. Бу билан, республикаимиз ваколатли банкларига ҳам, валюта бозорларида молиявий валюта ҳосилалари билан муддатли операцияларни кенгайтиришга қонун асосида тўлиқ рухсат берилган. Аммо, ҳозирги вақтда республикаимиз ваколатли банклари томонидан амалга оширилаётган муддатли операциялар ҳажми деярли йўқдир.

Иқтисод фанлари доктори, профессор Л.Н.Красавина: «Муддатли валюта битимлари (форвард, фьючерс) – бу томонларнинг маълум миқдордаги валютани, маълум муддатдан кейин битим тузилган кунда белгиланган валюта курси бўйича етказиб бериш шарти асосида амалга ошириладиган валюта муносабатларидир», - деб таъриф берган бўлса, иқтисод фанлари доктори А.Ваҳобов, иқтисод фанлари номзодлари Н.Жумаев ва У.Бурхоновлар томонидан: «Тижорат банкларининг муддатли битимлари деб, белгиланган

⁵⁶ Ўзбекистон Республикасининг «Валютани тартибга солиш тўғрисида»ги Қонуни (янги тахрир). Тошкент. «Ўзбекистон» - 2003 йил 11 декабр. 11-модда.

муддатда, аммо икки иш кунидан кейин амалга ошириладиган операцияларга айтилади⁵⁷», - деб таъриф берилган.

Юқорида келтирилган таърифлардан муддатли валюта операцияларининг қуйидаги иккита ўзига хос жиҳатлар келиб чиқади, булар:

1. Битим имзоланган кун билан унинг ижроси ўртасида маълум муддат бўлади. Биринчи Жаҳон урушидан олдин муддатли валюта битимлари валюталаштириш санаси, яъни ижро муддати ой ўртасида ёки ой охирида қилиб белгиланарди. Ҳозирги вақтда колл битимлар бўйича ижро муддати битимнинг охириги куни сифатида белгиланади (муддатлар 1-2 ҳафта; 1,2,3,6,12 ой) ёки битим муддати ичидаги томонларнинг келишувига асосан хоҳлаган кун қўлланилиши мумкин.

2. Муддатли валюта битими имзоланган кунда белгиланган валюта айрибошлаш курси қўлланилади.

Муддатли валюта битимларида қўлланиладиган валюта курслари спот битимларида ишлатиладиган валюта курсларидан фарк қилади. Аммо, кўп ҳолларда уларнинг ўзгариш динамикаси бир бирига мос тушсада, бу муддатли битимларда қўлланиладиган валюта курсларини автоном ҳолда ўзгариши мумкинлигини чекламайди. Спот операциясида қўлланиладиган валюта курсига нисбатан муддатли валюта битимида ишлатиладиган валюта курси ўртасидаги фарк *дисконт* ёки *премия* дейилади.

Дисконт (депорт) – бу муддатли битим валюта курсининг спот битими валюта курсига нисбатан паст бўлишини билдиради.

Премия (репорт) – бунда муддатли битим бўйича белгиланган валюта курси спот валюта курсига нисбатан юқори бўлишини англатади.

Умуман олганда, муддатли битимларда аниқланадиган дисконт ёки премия миқдори спот курсига нисбатан барқарорроқ бўлади. Шу боис, банклараро аниқланадиган муддатли битимлар курси котировка қилинганда, кўп ҳолатларда, дисконт ёки премия миқдори аниқланади ҳолос. Бу эса, муддатли битим ижро санаси келганда спот курсига премия бўлса қўшилади ва аксинча дисконт бўлса чегириб ташланади.

Сонлар ёрдамида котировка бўлганида муддатли битимларда қўлланиладиган валюта курслари – «аутрайт» курслари дейилади.

⁵⁷ Ваҳобов А.В., Жунаев Н.Х., Бурхонов У.А. «Халқаро молия муносабатлари», –Тошкент: «Шарк», 2003, 68 - бет

Валютадаги муддатли битимлар асосан куйидаги мақсадларни назарда тутган ҳолда амалга оширилади:

- валюта курси рискени олдини олиш мақсадида валютани айрибошлаш (конверсион);
- портфел ва тўғридан – тўғри чет элда амалга оширилган капитал кўйилмалардан олинган даромаднинг кўйилма амалга оширилган давлат валютаси курсини пасайишидан кўриладиган зарарни сугурталаш мақсадида;
- валюта курслари фарқи асосида чайқовчилик даромад олиш мақсадида.

Муддатли валюта операцияларини юқоридагидек ажратиш фақат шартли равишда амалга оширилиши мумкин. Чунки, ҳар қандай валюта операциясини амалга оширадиган субъект маълум маънодаги чайқовчилик даромадини назарда тутган ҳолда ушбу жараёнда қатнашади.

Амалиётда муддатли битимларнинг кенг тарқалган куйидаги турлари мавжуд:

- форвард валюта битимлари;
- молиявий валюта фьючерслари;
- валюта опционлари;
- своп операциялари.

Валюта операцияларининг бу шакллари кейинроқ батафсил кўриб чиқамиз.

Биржа савдоларида хорижий валюта олди – сотдисини амалга ошириш учун, банк банклараро валюта биржасига (бизда Ўзбекистон Республикаси Валюта биржаси) аъзо бўлиши керак. Марказий банк валюта биржаларида хорижий валюта савдоси тартибини бошқаради ва банкларнинг савдо битимларини тузишда чекловлар белгилаши мумкин. Биржа савдоларида одатда, банклар валюта олди – сотдиси бўйича нақд касса битимларини тузишади.

Муддатли валюта битимлари бозорида бир неча иштирокчилар қатнашади. Уларнинг мақсади ва бажараётган операцияларидан келиб чиқиб, иштирокчилар – спекулянт ва хеджерларга ажратилади.

Спекулянт – бу, вақт оралигида молиявий инструмент курслари ўртасида фарқ юзага келиши ҳисобига даромад олишга интиладиган шахсга айтилади. Спекулянт активларни олиш ёки сотиш жараёнида, у шу активларни келгусида қулай нархларда сотиш ёки харид қилишни кўзлайди. Спекулянтнинг муваффақияти мос активлар нархидаги ўзгаришларни қанчалик олдиндан била олишига

боғлиқ бўлади. У позицияларни узоқ вақтга ҳам, бир неча дақиқага ҳам очиши мумкин. Биринчи ҳолатда, у нархни узоқ вақтда ўзгаришини кўзласа, иккинчи ҳолатда нархнинг бир сессияда ўзгаришини мўлжаллайди. Спекулянт муддатли валюта битимлари бозорида муҳим шахс бўлиб ҳисобланади, чунки, биринчидан, у муддатли битимлар ликвидлигини таъминласа, иккинчидан, хеджерлар юзага келтирадиган нарх ўзгариши рискинни ўз зиммасига олишади.

Хеджерлар – бу, муддатли битимлар бозорида ўз молия активлари ёки спот бозорида битимларини сугурталовчи шахслардир. Масалан, инвестор акциялар пакетини харид қилди. Курс қийматининг тушиши натижасида у катта зарар кўриши мумкин. Муддатли битимлар бозори бу ҳолатда зарарларни сугурталаш учун бир қатор битимларни тузишни таклиф қилади. Бунда спекулянт хеджернинг контрагенти бўлиб келади.

4.2. Валюта форвард операцияси

Форвард операциялари нархлар ўзгаришидан юзага келувчи рискин камайтиришга хизмат қилувчи, муддатли битимларнинг илк кўринишларидан бири ҳисобланади.

Тарихан форвард савдосининг бошланғич шакли, Ливерпуль пахта биржасида XVIII-XIX асрларда пахта олди – сотди операцияларидан юзага келган бўлиб, унда келгуси нарх, маҳсулот миқдори ва етказиб бериш санаси олдиндан келишиллар эди.

Форвард битимининг хусусиятлари. Ҳозирги пайтда форвард битими асосан банклараро хорижий валюта савдосида тузилади. Форвард валюта битими – бу бирор бир валютани келгусида аниқ белгиланган санада бугунги келишилган курс асосида сотиб олиш тўғрисидаги шартномадир⁵⁸. Бу битим аниқ бир санада ёки икки сана орасида амалга оширишни назарда тутиши мумкин. Форвард битими биржадан ташқарида тузилиб, қатъий битим, яъни бажаралиши мажбурий бўлган битим ҳисобланди.

Келишувнинг предмети бўлиб, нафақат валюта балки бошқа активлар бўлиши мумкин, масалан, товар, акция, облигация ва бошқа шу каби активлар. Форвард битими ошдатда, маълум активни аниқ олди – сотдини амалга ошириш мақсадида, шунингдек, нарх-

⁵⁸ А.И. Шмырева, В.И. Колесников, А.Ю. Климов, «Международные валютно-кредитные отношения». Санкт-Петербург, «ПИТЕР», 2002г. 61-бет.

нинг ноқулай тарафга ўзгаришидан сугурталаниш мақсадида тузилади.

Валюта сотиш (харид қилиш) бўйича тузилган форвард битими шартлари қуйидагиларни ўз ичига олади:

- валюта курси битим тузилаётган пайтда аниқланади – валютани етказиш маълум вақтдан сўнг амалга оширилади, кенг тарқалган муддатлар 1, 2, 3, 6 ой, баъзан 1 йил;
- битим тузилаётганида ҳеч қандай тўловлар олдиндан амалга оширилмайди.

Муддатли валюта битимлари бозори нақд касса битимлари бозориغا нисбатан торроқ бўлиб ҳисобланади, яъни унда амалга оширилмайдиган валюта операциялар ҳажми кам миқдорни ташкил қилади. Асосан муддатли валюта битимлари жаҳоннинг етакчи валюталари билан амалга оширилади. Форвард битимлари асосан бир ҳафтадан олти ой муддатгача бўлган муҳлатларга тузилади. 6 ойдан ортиқ муддатга форвард битимларини тузиш бироз қийинчиликлар туғдириши мумкин. 12 ойдан ортиқ муддатга ушбу битимларни тузиш махсус келишувлар бўлишини талаб қилади. Банклар миқдори билан муддатли битимларни тузишда, уларга тузилаётган битим миқдорининг маълум фоизи миқдорида депозитга эга бўлишларини талаб қилиши мумкин. Бундай депозит банклар учун кафолат сифатида қаралади.

Форвард бозорининг ўзига хослиги: шундаки, унда форвард шартномалари стандарти бўлмайди. Улар савдонинг алоҳида шакли ҳисобланмай, балки бозор иштирокчилари улардан валюта курси ўзгаришидан сугурталаниш мақсадида фойдаланишади.

Масалан, банк еврода 1 йилга кредит линиясини очади. Мамлакатда ташқи ҳисоб – китоблар АҚШ долларарида амалга оширилиши ва хўжалик субъектларининг аксарияти хорижий валюталардан кўпроқ долларни афзал қўришини ҳисобга олиб, кредит линия маблағларини олган миқдорлар қарзни долларда қайтаришади. Банк мажбуриятларни еврода бажариши кераклиги сабабли ва валюта rischi олдини олиш мақсадида, кредит линияси очилган санада евро ни харид қилиш бўйича форвард битимини тузади.

Форвард битимининг моҳияти. Форвард курси битим тузилаётган санадаги спот курсига премия (репорт) ёки дисконт (депорт) қўйиш билан ҳисобланади. Фоиз ставкалари фарқидан келиб чиқиб, форвард курсини аниқлашда дисконт юзага келса, у жорий спот курсдан чегирилади, ва аксинча, премия бўлганида, юзага кел-

ган қиймат спот курсига қўшилади. Шундай қилиб, импортчининг ҳаракати валюта рискени туширишга қаратилган бўлади: тўлов валютаси курси кўтарилишидан хавфсираб, у банкка бу валютани тўлов муддатига яқин санада харид қилиш истагини билдиради. Битим спот курсидан баланд бўлиши мумкин бўлган форвард курси бўйича амалга оширилади. Бу ҳолатда импортчи қўшимча ҳаражатлар қилишига тўғри келади, бу эса хатарни олдини олиш учун тўлов бўлиб ҳисобланади.

«Катта бармоқ» қондаси. Форвард курси спот курсидан, котировка қилинаётган валюта банк ставкаларининг контрагент валюта фоиз ставкасидан баланд бўлган даражада ошади. Нисбатан юқори фоиз ставкали валюта форвард бозорида фоиз ставкаси пастроқ бўлган валютага нисбатан дисконт билан сотилади. Нисбатан паст фоиз ставкали валюта бозорда фоиз ставкаси юқорироқ бўлган валютага нисбатан премия билан сотилади. Бу ҳолат «Катта бармоқ» қондаси номини олган. Бошқача айтганда, форвард курси спот курсидан форвард маржасига фарқ қилади. Агар маржа премия сифатида келса, форвард курси спот курсидан баланд ва аксинча, дисконт бўлса, спот курсидан паст бўлади. Форвард курсини белгилашда, битим бажарилгунга қадар, валюта эгаси депозит бўйича фоиз сифатида кўпроқ даромад олиши мумкин. Форвард курсини аниқлашда халқаро амалиётда фоиз ставкаларидаги фарқ билан бирга Лондоннинг банклараро бозоридаги депозит фоиз ставкаси, ЛИБОРдан фойдаланилади.

Форвард шартномаларининг афзалликлари. Форвард бозорида сугурталашнинг ижобий томони бўлиб, айниқса, форвард операциялари қандайдир алоҳида актив ва пассивлар билан амалга оширилмаганида, манёвр қилиш имконининг катталиги ҳисобланади. Спот операцияси тез ёки қисқа муддатда амалга оширилатган бир пайтда, оддий форвард битимида ўйлаб кўриш ва бирон жиҳатни ўзгартириш мумкин бўлади.

Форвард бозори компаниянинг молия директорлари учун жуда муҳим ҳисобланиб, импорт ва экспорт қийматини тўлов муддатига ёки валюта айирбошлагунгача аниқлаб олишга имкон беради. Молия директори яхши нуфузга эга банк билан алоқада бўлар экан, у фақатгина, маҳсулот етказиб берилмаганида ёки тўлов амалга оширилмаганида, унда қопланмаган валюта позицияси юзага келишидан хавотир олиши мумкин.

Кўрилган чоралардан ташқари, фирма ишлари кутилмаган салбий томонга қараб кетадиган бўлса, ўз вақтида копланган риск импорт ёки экспорт бўйича даромадни саклаб қолиш ва зарарларни кискартириши мумкин.

Малакали дилерлар уларнинг тижорат ҳамкорларига қараганда нисбатан имтиёзли ҳолатга эга бўладилар. Тижорат компанияларининг молия директорлари бозорни аниқ баҳолаш имконига эга бўлмаганларида, суғурталаш имкони бўлмаган спот бозорига мурожаат қилмасдан, рискни форвард битими билан суғурталаганларида кўпроқ даромад оладилар. Шундай бўлсада, белгиланган курс қанчалик ноқулай бўлмасин улар рози бўлишга мажбурлар.

Форвард битимининг камчиликлари. Юқорида айтилган афзалликларга қарамасдан, форвард операцияси ўзида бир қанча камчиликларни мужассам этган. Форвард шартномаси биржадан ташқари тузилганлиги сабабли, у биржа назорат органлари кузатувидан четда қолади (ундан фарқи равишда, қуйида ёритиланган фьючерс битимига қараганда), шунинг учун унинг бажарилиши битим ҳамкорлари зиммасига тушади.

Масалан, шартнома мажбуриятлари бажарилиш санасига спот курс белгиланган форвард курсидан сезиларли фарқ қилиб турибди, бунда арбитражер шартномани бажармаслик истаги юзага келади ва долларни жорий курс бўйича бозорга сотиб юбориши мумкин. Бу ҳолда унинг оладиган фойдаси тўланадиган жаримани бемалол қоплай олади.

Шундай қилиб, баъзи мижозлар билан форвард битимини тузишда кредит rischi юзага келишини ҳисобга олиш керак.

4.2.1. Валюта фьючерслари

Жаҳон молия бозорларида сўнги ўн йилликларда энг муваффақиятли ва айти пайтда, энг кўп зиддиятларга эга молиявий фьючерс бўлиб, унинг асосида қатъий ўрнатилган фоиз ставкаси ва валюта курси билан боғлиқ молиявий воситалар ётади.

Молиявий фьючерсларнинг илк биржаси – International Money Market (IMM) бўлиб, у Chicago Mercantile Exchange шўба компанияси ҳисобланади ва савдоларни 1972 йилда биринчи марта молиявий фьючерслар орқали бажара бошлади. Шундан буён, молиявий фьючерслар савдоси шу даражада ўсдики, молиявий воситалар асосида ётадиган спот операциялардан ҳам ошиб кетди. IMM да

савдо қилинадиган валюта фьючерслари ҳозирги пайтда фунт стерлинг, Канада доллари, иена, Швейцария франки, Австралия доллари ва еврони ўз ичига олади.

1960 йилда АҚШ биржаларида 4 млн.та фьючерс битимлари тузилган бўлса, 1990 йилда уларнинг сони 208 млн. га ⁵⁹, 2005 йилда эса 3 172 млн. га етди ⁶⁰.

Фьючерс операциялари - битим тузилаётган пайтда қатъий ўрнатилган нархда аниқ белгиланган муддатдан кейин бажаралишини намоён этувчи жараён. Мазкур олди – сотди фьючерс шартномаси ёки фьючерс асосида амалга оширилади.

Валюта фьючерси – бу валютани келгусида олди – сотдиси бўлиб, у бўйича сотувчи сотиш мажбуриятини, харидор эса маълум миқдордаги валютани белгиланган курс бўйича қайд этилган санада сотиб олишга мажбур. Аммо фьючерс шартномаси харидорларга қайта сотилиши ҳам мумкин, яъни қайд этилган санага қадар, бир харидордан иккинчиси номига кўчириб юриши мумкин. Шунинг учун фьючерс савдосида: 1) валюта курсини келгусидаги ўзгаришини кўра билиш лозим; 2) фьючерснинг амал қилиш муддатида курс ўзгаришини доимий кузатиб бориш ва ноқулай вазият юзага келганда шартномадан қутулиш.

4.1-жадвал

Вакт	- сонли миқдор	
ФЬЮЧЕРС		
Иштирокчи	Контрагент	
Шартнома	Етказиб бериш санаси	
Нарх	Миқдори	
		Имзо

Фьючерс шартномаси икки вазифани бажаради: биринчидан, инвесторларга бозордаги курснинг ноқулай ўзгариши билан боғлиқ рискни хеджирлаш имконини беради; иккинчидан, спекулянтларга бундан фойда олиш имконини беради. Валюта курси қанчалик ўзгарувчан бўлса, хеджирлашга талаб шунча кўп бўлади. Рискнинг бундай ўсишига жавобан фьючерс бозорлари ташкил топган.

Шартларнинг андозада бўлиши. Айтиш жоизки, форвард битимидан фарқли равишда фьючерс шартномасида шартлар доимо андозага келтирилган бўлади. Фьючерс шартномасида харидор ва

⁵⁹ Franklin R. Edwards and Cindy W. Ma «Futures and options», McGraw-Hill Inc., Singapore, 1992, стр 1

⁶⁰ Халқаро ҳисоб – китоблар банкининг чорақлик ҳисоботи, 2006 йил март. 23 В-сонли жадвали.

сотувчи ўзаро маҳсулотни миқдори, сифати, шакли етказиш жойи тўғрисида келиша олмайдилар. Масалан, COMEX биржаси фьючерс шартномаси бўйича олтиннинг 999 пробали 100 унция куймаси биржанинг белгиланган омборларига етказилиши керак.

Бундай юқори стандартлаштирилган шароитга қарамасдан, биржада ҳар куни бир нечталаб ва турли саналарга маҳсулотлар бўйича шартномалар савдо қилинади. Масалан, бир вақтнинг ўзида, ҳар бири ўз етказиш санасига эга, жорий ойдан бошланиб икки йиллик муддатни ўз ичига олган, олтин бўйича 13 тагача фьючерс шартномаси савдода қатнашиши мумкин. Дилерлар ўзига керакли муддатдан келиб чиқиб, у ёки бу шартномани танлашлари мумкин. Фьючерс шартномасида ягона ўзгариши мумкин бўлган жиҳат, унинг бир бирлик шартнома баҳоси, яъни фьючерснинг асоси бўлган маҳсулотнинг келгусидаги нархи ҳисобланади.

Фьючерс шартномаларини бир хил андозага келтиришдан асосий мақсад, етказиш муддати қолдирилган шартномалар бўйича битим тузиш билан боғлиқ транзакцион харажатларни энг кам миқдорга келтиришдан иборат. Агар фьючерс шартномасини тузиш, форвард битимини тузиш каби шартларни олдиндан белгилашни талаб қилганида, шартнома билан боғлиқ харажатлар анчагина юқори бўлар эди. Бундан ташқари, муддати аниқ белгиланган шартномалар билан савдо қилиш, фьючерс битимлар бозор ликвидлигини оширишга хизмат қилади.

Фьючерс баҳосининг аниқланиши. Инвестиция активлари бўйича фьючерс баҳоси мос равишда фоиз ставкаси ёки дивиденд даромадлари ёки касса нархи билан белгиланади. Ҳар бир фьючерс асосида активларни етказиб бериш ётганлиги учун шартнома етказиб бериш ойида мазкур активнинг спот курсига тенглиги кутилади. Етказиб бериш ойи давомида, фьючерс ва мос активнинг ҳақиқий нархлари тенглаштирилади, акс ҳолда енгил арбитраж фойдасини олиш имкони туғилади.

Фьючерс бозорининг муҳим концепцияси бўлиб, базис ҳисобланади. Бу атама спот ва фьючерс нархлари ўртасидаги фарқни аниқлаш мақсадида қўлланилади.

Базис = Спот баҳоси – Фьючерс баҳоси

Конганго ва бэкуордейшн атамалари шартноманинг энг яқин ойдан энг узок ойигача (ёки, жорий пайдан энг узок муддатда тугайдиган шартнома) фьючерс баҳосини аниқлаш учун ишлатилиши мумкин. Фундаментал таҳлил базис ва спрэдни аниқлашга асослан-

ган (энг яқин фьючерс баҳосидан энг узоқ фьючерс баҳоси чегирилади). Биринчидан, очик позиция савдоси каби, дилернинг фоиз ставкалари даражасининг ўзгариши бўйича тахмини бозор фикридан фарк қилиб, унинг тахлили тўғри бўлиб чиққанида даромад олиш мумкин. Бундан ташқари, базиснинг юқори нуқтаси мазкур молия воситаси қиймати билан боғлиқ бўлади. Фьючерс ва нақд нархлар ўртасидаги фарқ етказиш қийматида акс этиши мумкин. У сақлаш билан боғлиқ харажатларга активни молиялаш учун тўланган фоизлар йиғиндиси ва актив орқали олинган даромад айирмаси билан аниқланади. Валюта учун бу қуйидагича кўринишга эга:

$$c = r - r_f$$

бунда, c – етказиб бериш билан боғлиқ харажатлар, r – маҳаллий валюта бўйича фоиз ставкаси, ва r_f – хорижий фоиз ставкаси. Шунда, инвестиция активи учун фьючерс баҳоси:

$$F = Se^{cT}$$

бунда F – фьючерс баҳоси, S – спот баҳоси, T – давр.

Фьючерснинг опциондан фарқи. Фьючерс ва опционлар муддатли битимлар бозорининг энг муҳим ва энг ликвидли воситалари бўлиб ҳисобланади, шунинг учун улар ўртасидаги асосий фарқларни қисқача тавсифлаб ўтиш жоиз. Фьючерс харидори (сотувчиси) у ёки бу маҳсулотни келгусида аввал келишилган нарх бўйича тўлаш ва қабул қилиш (тўловни қабул қилиш ва етказиб бериш) мажбуриятини олади. Опцион эгаси эса, турли сифатдаги у ёки бу маҳсулот миқдорини белгиланган вақт давомида ёки келажакда белгиланган вақтгача сотиш ёки харид қилиш мажбуриятини эмас, балки ҳуқуқини қабул қилади. Агар опцион харидори ўз опционидан фойдаланишни хоҳласа сотувчи бу талабни қондириши мажбур.

Бу ҳуқуқга эга бўлиш учун опцион харидори премия тўлайди. Шундай қилиб, фьючерс шартномасини харид қилиб, унинг харидори нарх ўзгариши билан боғлиқ салбий рискни чекланмаган зарарлар билан тўлиқ зиммасига олади. Опцион билан бўлган ҳолатда эса, маҳсулот баҳоси харидорнинг салбий томонига қараб ўзгарса, унинг rischi фақат тўланган премия билан чекланади.

Опцион биржада савдо қилингани каби, биржадан ташқарида ҳам савдо қилиниши мумкин. Трейдерлар опционни харид қилганларида, ҳеч қандай маржани тўламасдан, фақатгина премия бўйича тўловни амалга оширишади. Лекин, у опционни сотса, у бир

кун учун кўрилиши мумкин бўлган зарарга тенг суммани маржа ҳисобига киритиши лозим (бу қиймат опцион баҳосининг у ёки бу омил таъсирида ўзгартириш модели асосида ишлаб чиқилган махсус дастурлар ёрдамида амалга оширилади).

Фьючерс шартномалар бозорининг афзалликлари. Фьючерс шартномалар бозори икки асосий қулайликларга эга: рискни хеджирлаш орқали бошқариш ва нархларнинг «ойдинлиги». Хеджерлар фьючерс шартномасидан нарх рискнинг ноқулайликларини бошқалар зиммасига, одатда фойда олиш мақсадида фаолият юритаётган спекулянтларга юклаш мақсадида фойдаланишади.

Агар фьючерс бозори мавжуд бўлганида нарх рискни самарали бошқариш имкони бўлар эди: жамият учун риск қиймати юқори бўлар эди.

4.2 - жадвал

Форвард ва фьючерс битимларининг фарқи⁶¹

	Форвард	Фьючерс
Шартнома хажми	Алоҳида ёндашув	Стандартлашган
Етказиб бериш санаси	Алоҳида ёндашув	Стандартлашган
Шартнома баҳоси	Банк ёки брокер томонидан телефон орқали харидор ва сотувчиларнинг чекланган миқдори билан белгиланади	Биржада харидор ва сотувчиларнинг очик аукционидан аниқланади
Иштирокчилари	Банклар, брокерлар, ТМК, институционал фондлар	Банклар, брокерлар, ТМК, институционал фондлар ва кичик трейдерлар
Ҳақ	Дилернинг харид ва сотиш курси ўртасидаги маржа билан аниқланади	Брокернинг ҳаққи нашр қилинади
Маржа	Бўлмайди, лекин банк ўз балансини қоплашни талаб қилиши мумкин	Маржинал депозит талаб қилинади
Клиринг	Алоҳида банк ва брокерлар томонидан амалга оширилади. Алоҳида клиринг палатаси мавжуд эмас.	Клиринг палатаси томонидан амалга оширилади. Бозор курси ва маржа тебранишининг кунлик ҳисоб – китоблари қилиниши лозим

⁶¹ Franklin R. Edwards and Cindy W. Ma «Futures and Options», McGraw-Hill Inc., Singapore, 1992. p.372

Операцияни бажариш жойи	Телефон ва компьютер тармоғи орқали	Бутун жаҳон билан боғланган Марказий биржа
Очиклиги	Йирик мижозлар учун	Сугурта хизмати ёки рискли капиталга эга бўлган барча шахслар
Етказма даврийлиги	90% кўп ҳисоб – китоблар ҳақиқий етказма бажарилади	Ҳақиқий етказма умумий хажмининг 1%дан кам
Нархнинг тебраниши	Кунлик чекловлар мавжуд эмас	Кунлик чекловлар мавжуд эмас

Фьючерс шартномасининг яна бир қулайлиги – бу унинг баҳосининг ойдинлигидадир, яъни бозорнинг ҳақиқий мувозанатли нархни аниқлай олишида. Фьючерс шартномалари бозорида марказлашган савдо амалга оширилади, бунда бозорнинг барча иштирокчилари маълум маҳсулот учун талаб ва таклиф тўғрисидаги ахборотга эга бўлишлари мумкин. Нисбатан мувозанатга эга нархлардан фойдаланиш маблағларни тўғри тақсимлашга имкон беради, чунки харидор ва ишлаб чиқарувчи жорий пайтда келажакка нисбатан қандай маҳсулотни истеъмол қилиш, қандайларини ишлаб чиқиш, қандай ишлаб чиқиш ва қанча истеъмол қилиш каби саволларга жавоб топишлари лозим.

Камчиликлар. Андозалашганлиги билан, фьючерс шартномалари хеджирлаш эҳтиёжларига мос келмаслиги мумкин. Бунда хеджер базис риска, яъни фьючерс позицияси бўйича даромад спот позициясидаги даромад фарқ қилиши бўйича риска учраши мумкин.

4.2.2. Валюта опционн

Муддатли битимлардан бири опцион ҳисобланади. Опцион – бу ўрнатилган курс бўйича аввал келишилган сана ёки белгиланган давр оралиғида маълум активни сотиш ёки харид қилиш ҳуқуқи (харидор учун) ва мажбуриятини (сотувчи учун) қабул қилиш тўғрисида икки томонлама тузилган битим.

Турли маҳсулотлар билан опцион битимлари кўп йиллардан бери амалга оширилиб келмоқда. Маълумки, Амстердамдаги Европа опцион биржасида лола пиёзи расми, лолагул бўйича тузилган опцион битимлар опцион бозорининг XVII асрларда шаклланишига асос солганлигини эслатади. Товарлар опционн билан бирга

қимматли қогозлар опциони савдолари ривож топа бошлаган, масалан, Ост – Инд компания акцияларининг сотилиши. Ҷша даврдаги опционлар асосан спекулятив хусусиятга эга бўлган.

4.3-жадвал

Вакт	Мижоз рақами	
ОПЦИОН		
Иштирокчи	Контрагент	
Харид	Сотув	
Шартнома	Етказиш сана	Тури
Страйк баҳоси	Премия	Микдори

Валюта опционлар бозори ХХ асрнинг 70 – йилларида аксарият мамлакатларда қатъий ўрнатилган валюта курси ўрнига эркин сузиб юрувчи валюта курси тартиби жорий этилгач (1973 йил мартдан), кенг ривожлана бошлаган. Илк бор биржа валюта опциони бўйича операция Филадельфия товар биржаси (Philadelphia Stock Exchange - РНLХ)да амалга оширилган бўлиб, ҳозирда у валюта опционлар савдоси бўйича илғор биржа ҳисобланади. Мазкур биржа савдоларида Америка шартномалари каби Европа валюталари бўйича битимлар олиб борилади. Бир шартнома ҳажми валютага боғлиқ бўлади. Опцион валюта битимлар нафақат биржада, балки ундан ташқарида йирик молиявий марказларда ҳам тузилади. Биржадан ташқари опцион шартномасини тузишда андоза мавжуд эмас. Премия ҳажми ўзаро келишув асосида белгиланади. Шунингдек, опционни амал қилиш муддати ҳам келишилади ва муддат томонлар розилиги билан узайтирилиши мумкин. Мисол тариқасида 2005 йил биржадан ташқари тузилган битимлар ҳажми 400 млрд. АҚШ долларидан⁶² ошиб кетди.

Валюта опционининг моҳияти. Валюта опциони – бу маълум даврда ўрнатилган нарх бўйича хорижий валютанинг маълум миқдорини харид қилиш ёки сотиш битими иштирокчиларнинг бирига ҳуқуқ (мажбурият эмас) берса, айна пайтда иккинчи томон белгиланган нархда хорижий валютани сотиш ёки харид қилишга тайёр бўлган, мазкур ҳуқуқни зарурат келганида пул премияси учун жорий этади.

Опцион аввал белгиланган санагача кучга эга бўлиб, у опционни яқунловчи сана ёки экспирация санаси дейилади, ундан кейин опцион ишлатилмайди.

⁶² Халқаро ҳисоб – китоблар банкнинг чораклик ҳисоботи, 2006 йил март. 23 А- сонли жадвали

Опцион турли актив – товар, ер, кўчмас мулк, кимматли коғозлар, хорижий валюталарга тузилсада, у опцион шартномасининг ҳақиқий етказиб берилиши керак маҳсулотни кўзда тутмайди. Бундай опцион ҳисоб – китобли дейилади.

Кўпинча, опционнинг икки тури тузилади: харид учун опцион – колл опцион ва сотиш учун опцион – пут опцион.

Колл опционнинг эгаси маълум вақт давомида ўрнатилган курс бўйича валютани харид қилиш мажбурияти эмас, ҳуқуқига эга бўлади.

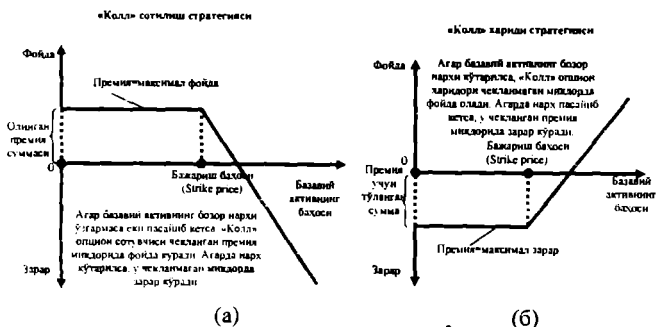
Колл опциони сотувчиси, харидор ўз ҳуқуқидан воз кечмаганида, маълум валюта миқдорини ўрнатилган курс бўйича сотишга мажбур.

Пут опционнинг харидори маълум вақт давомида ўрнатилган курс бўйича валютани сотиш мажбурияти эмас, ҳуқуқига эга бўлади.

Пут опционнинг сотувчиси маълум валюта миқдорини базис баҳоларда харид қилишга мажбур.

Опционнинг икки тури билан бирга иккитали опцион – пут – колл опциони, ёки «стеллаж» опцион мавжуд. Бу опцион шартларига кўра харидорнинг белгиланган курс бўйича валютани харид қилиш ёки сотиш ҳуқуқи бўлади.

Опционнинг икки услуби ажратилади: Европача ва Америкача.



4.2-расм. «Колл» опциони стратегияси

Европа усули опционни фақат катъий ўрнатилган санада амалга оширишни назарда тутди.

Америка усули опционнинг давр оралигининг исталган пайтида бажарилиши мумкинлигини англатади.

Харид ёки сотиш опцион бўйича операция асосида шартнома амал қилиш даври мобайнида, валюта курси ўзгаришидан фойда олиш ётади.

Муддатли битимнинг бошқа тури – форварддан фарқли равишда опцион шартномаси бажарилиши шарт эмас, унинг эгаси қуйидаги уч вариантдан бирини танлаши мумкин: опцион шартномаси бажариш, шартномани бажармасдан ташлаб кетиш ёки опцион муддати тугагунча уни бошқа шахсга сотиб юбориш.

Опцион баҳосини аниқлаш. Валюта курси ўзгаришида манёвр қилиш имкони бўлганлиги учун, бир томондан опцион шартномаси алмашинув курсини қулай томонга қараб, страйк баҳодан ошиб ўзгаришида даромад келтирса, бошқа томондан алмашинув курсининг салбий томонга қараб ўзгарганида юзага келадиган валюта rischi бошқариш мақсадида амалга оширилади.

Мисол. Биржа опцион битимининг Европа усулини кўриб чиқамиз:

Колл опцион (евро/долл.)

Шартнома суммаси

100 000 евро

Опцион курси (страйк баҳоси)

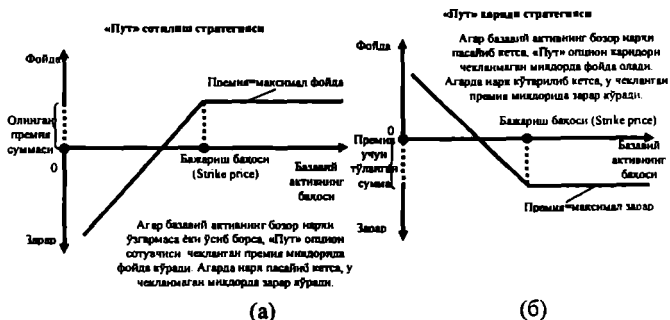
1.8070 евро/долл.

Муддат

3 ой

Премия

0.65 евро/долл.



4.3-расм.

Опцион шартномаси харидори 100 минг АҚШ долларини 3 ойдан сўнг 1 долларга 1,8070 евро курси бўйича сотиб олиш ҳуқуқига эга бўлгач, унинг келгуси харажатлари 180 700 еврога ташкил этади (1.8070 евро x 100 минг доллар), лекин шартнома тузилаётганида харидор фақатгина 65 000 евро ҳажмида премия тўлайди холос (0,65 евро x 100 минг доллар). Шундай қилиб, опционни сотиб олиш билан боғлиқ харажатлар 245 700 еврога ташкил этади.

Опцион эгасининг келгуси фаолияти харид курси, яъни спот курсининг ўзгаришига боғлиқ бўлади. Агар опционни бажариш санасига спот курс опцион курсидан баланд бўлса, шартнома эгаси валютани 1.8070 евро/долл. курси бўйича харид қилади ва бозорда валюта курси тушишидан фойда олади. Шартнома бажариш муддатида спот курс опцион курсидан паст бўлса, харидор шартномани бажаришни бекор қилиши мумкин ва долларни нақд бозорда нисбатан паст курсдан олиши мумкин.

Бундан, харид бўйича опциондан олинadиган даромадни шартномани бажариш санасидаги спот курс бўйича валюта қиймати ва валюта хариди пайтидаги опцион курс бўйича валюта қиймати ўртасидаги фарқ сифатида аниқлаш мумкин, яъни страйк баҳосидан премия қийматини чегириш билан.

$$I_c = (P_s - P_o) * n - D_n,$$

бунда I_c – харид опционидан келадиган даромад; P_s – шартнома бажариш санасидаги спот курси; P_o – страйк баҳоси, валюта хариди учун опцион курси; n – опцион шартномаси бўйича харид қилинаётган валюта ҳажми; D_n – опцион премияси (опцион баҳоси).

Сотиш бўйича опциондан олинadиган даромад:

$$I_p = (P_o - P_s) * n - D_n,$$

бунда I_p – сотишдан келадиган даромад; P_o – страйк баҳоси, валютани сотишда опцион курси; P_s – шартномани бажариш вақтида спот курс.

Опцион қиймати харидорнинг у учун тўлашга тайёргарлиги билан ўлчанади. Опцион шартномасини мажбуриятларни қабул қилган томон бажариш учун, ҳуқуқига эга томон пул премиясини тўлашади. Премия – бу опцион шартномасининг баҳоси. Харидорнинг зарари ва унинг rischi тўланган премия ҳажми билан чекланади, сотувчининг rischi эса олинган премия қийматида тушади. Европа опционлари премияси Блэк – Шолес формуласи бўйича ҳисобланади, Америка опциониди Дж. Кокс, С. Росс ва М. Рубин-

штейн модели асосида. Одатда, опцион бозори иштирокчилари опцион премиясини ҳисоблашда опцион компьютер дастурларидан фойдаланишади.

Опцион баҳоси бир қатор омилларга боғлиқ бўлади:

- жорий валюта курси (спот);
- бозорнинг ўзгарувчанлиги;
- экспирациягача бўлган муддатнинг узунлиги;
- ўртача банк фоиз ставкаси;
- талаб ва таклиф муносабати.

Опцион баҳоси икки тузилмадан ташкил топган:

- ички (ҳақиқий) қиймат;
- ташқи (вақтинчалик) қиймат.

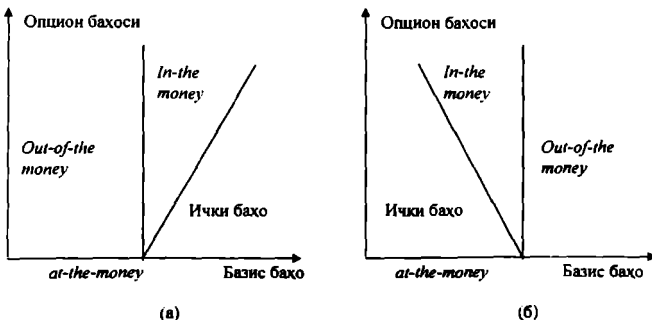
Ички қиймат – бу, опцион тугатилгач, у учун олинадиган сумма ҳисобланади.

Опцион премиясининг қуйи чегараси ички қийматга тенг бўлади, чунки сотувчи премияни страйк баҳо ва жорий курс ўртасидаги фарқдан кам бўлмаган премияни олишга ҳаракат қилади.

Колл опционининг ички баҳоси – мавжуд товар нархининг (жорий валюта курси) страйк баҳодан юқори бўлган қисми.

Пут опционининг ички қиймати – страйк баҳоси мавжуд товар нархидан (жорий валюта курси) ошган қисми.

Реал курс ва страйк баҳосининг нисбати «пул ёнида» (at-the-money), «пулдаги» (in-the-money), «пулсиз» (out-of-the-money) опциони каби хусусиятга эга (қаранг 4.2 - чизма).



4.4 -расм. Колл опциони (а) ва пут опциони (б)

Жорий курс страйк баҳодан юқори бўлганида, «пулдаги» опцион деб номланиди.

Вақтинчалик қийматга (ўз навбатида, опцион баҳоси) курслар тебраниши таъсир этади. Курсларнинг катта тебранишида вақтинчалик қиймат юқори бўлади, чунки опцион амал қилиш даврида «пулда» бўлиб қолиш эҳтимоли кўпроқ. Сотувчи сўраётган юқори нарх катта зарарлар билан асосланади.

Опционнинг баҳосига фоииз ставкаси таъсир этади. Юқори банк ставкасида опцион жозибadorлиги пасаяди. Инвесторда маблағларни жойлаштиришнинг муқобил имконияти яратилади. Бир томондан, опцион сотувчиси катта баҳони беради, чунки у сотувдан маблағларни депозитга жойлаштиришдан келадиган даромаддан кам бўлган фойдага эга бўлишни хоҳлайди. Бошқа томондан, опцион харидори шартномани тузишда худди шундай даромад келтирувчи акция ёки бошқа инвестициялар харидига қараганда камроқ маблағларни ишлатади. Бундан ташқари, опцион хариди валютаси курси ва фоииз ставкаси тебранишидан келиб чиқиб, шартномани бажариш (ёки бажармаслик) ҳуқуқини беради.

Опционларнинг афзалликлари. Стандарт опционнинг афзалликларидан бири – бу у билан бўладиган савдони ташкил этиш осонлигида. Биржадаги опцион фьючерс шартномалар савдосидаги қоидалар билан тартибга солинади. Опцион икки мақсадда амалга оширилади: хеджирлаш ва спекуляция. Бошқа муддатли битимлардан фарқли равишда, опцион операцияси опцион эгасига нафақат уни суғурталашга, балки унга нархнинг қулай ўзгаришдан фойдаланиш имконини ҳам беради. Масалан, форвард ва фьючерсларда битта нархни қатъий белгилашни талаб қилинади. Опцион бўйича риск опцион сотувчиси премияси билан чекланган ва у нарх ўзгариши билан боғлиқ бошқа рисклардан сақланган. Хеджерлар, шунингдек, опционни сотиб, нисбатан тинч бозорда премияни олиши мумкин. Премия маҳсулот қийматининг бир қисми бўлганлиги учун, мазкур маҳсулотга тўғри инвестициялашга нисбатан нарх ўзгариши рискига кўпроқ эришиш мумкин.

Юқорида таъкидланганидек, биржадан ташқари опцион харидорнинг хусусий талабларини қондира олади. Опцион муддатли битим сифатида инвесторларга катта имкониятларни тақдим этади. Страйк баҳоси ва тугатиш санаси ҳар хил бўлган, турли хилдаги опционлар комбинациясидан фойдаланиб, инвестор ўзи хоҳлаганидек риск даражасини қуриши мумкин. Баъзи комбинациялар

фақатгина спекулятив операция учун мўлжалланган бўлиб, улар инвесторга бозорда мос стратегияни шакллантиришга ёрдам беради. Хеджинг стратегияларнинг машҳур усулларидан бири минмакс ёки коллар опцион ҳисобланади. У бир вақтнинг ўзида «пулсиз» пут опционини харид қилиш (сотишнинг минимал баҳосини қафолатлайди) ва «пулсиз» кол опционини сотишда (нархни белгиланган даражадан ортиб ўсишида иштирок этишни чеклайди) акс этади. Кол опционини сотишда премия пут опционини харид қилиш харажатига қисқаради. Агар кол опционини сотишдаги премия пут опционини харид қилиш харажатлари билан мос келса, опцион ноль харажатли (zero cost collar) деб юритилади.

Опционларнинг камчилиги. Форвард операцияси каби бозор иштирокчилари кредит рискига дуч келишади. Тўланмаслиги боис опцион шартномалари биржадан ташқарида, асосан, тўлов қобилияти шубҳа тугдирмайдиган йирик банк ва молия корпорациялари томонидан тузилади.

4.2.3. Валюта своплари

Своп (swap) банк ва корпорациялар томонидан ўз актив ва пассивларини бошқариш учун ишлатиладиган, энг кўп тарқалган молиявий восита бўлиб ҳисобланади. Юқори тавсифланган форвард, фьючерс ва опционлар каби своп операциялари биринчидан, валюта (фоиз) рискинни суғурталаш, яъни иқтисодий муҳитнинг ноқулай ўзгариши натижасида юзага келиши мумкин зарарларни камайтирса, иккинчидан, ўз зиммасига кутилаётган даромадга тенг рискни олиб қўшимча фойда олиш мақсадида амалга оширилади.

Инглизчадан «swap» сўзи алмаштириш маъносини англатади. Молиявий муносабатларда алмаштириш предмети бўлиб, пул маблағлари ҳисобланади. Своп пул бозори иштирокчисига ўз ҳамкорлари билан пул оқими хусусиятини алмаштириш имконини беради. Ҳар қандай своп (ҳоҳ у фоизли бўлсин, ҳоҳ валюта) жуда кенг жиҳатларда пул оқими бир хусусиятдан бошқасига ўзгариши сифатида намоён бўлади. Пул оқими хусусияти деганда, фоиз ставкаларининг тури (қатъий ўрнатилган ёки эркин сузиб юрувчи), фоиз ставка даражаси, тўловларнинг даврийлиги, валюта свопида эса, шунингдек, тўлов валютаси ва қайта ҳисобланган курс.

Актив ва пассивларни бошқариш воситаси сифатида своп қўшимча маблағларни жалб қилиш ёки уларни жойлаштириш воси-

таси бўлмайди. Свопларнинг хусусияти корхоналарга қўшимча маблағларни жалб қилиш, масалан облигацияларни чиқариш билан боғлиқ ҳаражатларни камайтириб беради. Банклар эса ўз валюта (фоиз) рискларини мижозга юклаш имконига эга бўладилар, масалан, кредитлаш муддати бир йилдан ортиқ бўлганида ёки узоқ муддатли жамғармалар жалб қилинганда.

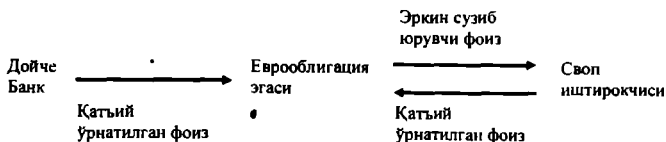
Своп операциялари валюта ва фоиз рискини бартараф этиш билан бирга арбитраж мақсадларида ҳам амалга оширилади. Бу икки масалалар ҳар бир бозорда ўзаро боғлиқликда амалга оширилади: арбитраж имкониятлари инвесторларнинг даромадли операцияларга тайёргарлиги билан чекланса, хеджерлар эҳтиёжи контрагентларнинг арбитражга тайёрлиги билан қондирилади.

Амалга оширилаётган операция нуктаи назаридан келиб чиқиб, свопни кенг қўламдаги молиявий операцияларнинг гуруҳи сифатида тавсифлаш мумкин. Бу жараёнда контрагентлар бир вақтнинг ўзида валюта коди, фоиз ставкасини ҳисоблаш базиси ва бир қатор бошқа кўрсаткичлар бўйича фарқланадиган пул оқими бўйича ҳуқуқларни олишади ва тақдим этишади.

Своп битимлар бозори қизгин ривожланиш даврида бўлганлиги боис, донмий равишда такомиллашиб бораётган ва янгидан – янги қўлланилишни топаётган, асосий турларидан бири – валютали (иккинчиси фоизли) свопга тўхталамиз.

80 - йилларда шаклланган ва юқори суръатларда ривожланаётган бошқа операциялардан фарқли равишда, своп битимлари қандайдир муомала шароитининг хусусий ўзгаришига мослашиш натижаси бўлмади. Маълум даражада маблағларни жалб қилиш ва инвестиция қилиш, рискларни суғурталаш тажрибасини ўзида жамлаб, своп битимлари ўзининг кенг тарқалиши ва ривожланиши билан молия бозори фаолиятини сифатли механизмга айлана олишини исботлади. Своп битимларининг бу жиҳати ҳеч қандай тўсиқларсиз сўнгги 15 йил давомида ҳажми ортишини таъминлаб берди. Своп операциялари бу давр мобайнида бошқа турдаги операциялардан қуйидаги хусусиятлари билан ажралиб борди:

- бозорнинг катта ҳажми;
- битим тузаётган контрагентларнинг турли тоифада бўлиши;
- мижозлар қўламининг кенглиги;
- битим шаклларининг мойиллиги;
- улар турларининг борган сари кўпайиши.



4.4-расм. Своп операцияси схемаси

Расмий равишда нашрда акс этган энг биринчи своплардан бири Дойче банкнинг етти йиллик юбилейига бағишланган қатъий ўр-натилган фоиз асосида 300 АҚШ млн. доллар ҳажмда еврооблига-цияларни 1982 йил августида эмиссия қилиши билан боғлиқ. Облигациялар қиймати ва қатъий ўрнатилган фоиз ставкасидан келиб чиқиб, пул оқими LIBOR ставкасидан анча паст бўлган эркин сузиб юрүвчи фоиз ставкасидан келиб чиқадиган пул оқимига алмаштирилади.

Мазкур своппинг иштирокчилари ўша пайтда амал қилган фоиз ставкаси билан чиқиш имконига эга бўлмаган Европа банклари бўлган. Аксарият чиқарилган облигациялар инвесторлар томонидан айнан қатъий ўрнатилган фоиз асосида келадиган даромадни эркин сузиб юрүвчисига алмаштириш мақсадида олинар эди.

Ҳажми бўйича своп бозори сўнги ўн йилликда ривож топган бошқа барча янги воситалар бозорларидан ошиб кетди. 90 – йилларда ривожланган мамлакатнинг деярли ҳар бир молиявий институти мос мутахассисларга эга бўлган ҳолда своп битимларини тузар эди. «Истеъмолчилар» бозори эса ундан ҳам кенгрок. Амалга оширилишининг мойиллиги нафақат молия институтларни, балки ҳосилавий, айниқса трансмиллий компания ва давлат органларни ҳам жалб қилиб келмоқда. Уларнинг барчаси своп операцияси маблагларни жалб қилиш ва жойлаштириш, юзага келадиган рискларни бошқариш дастурининг асосий қисмига айланди...

Валютали своп – бу валюта билан спот ва форвард шартлари асосида икки конверсион битимлар комбинацияси. Бир конверсия зудлик билан етказиш бўйича тузилади. бошқаси эса етказишга тесқари аввал келишилган шартлар асосида бажарилади. Ҳар қандай валютали своп ҳар бир контрагент учун жорий пайт ёки келажакда тўғри ёки тесқари пул оқимларини англатади, бунда келгуси оқимлар аниқ шаклда жорий пайтдагиларга боғлиқ бўлади.

Шу томондан своппинг бу тури фоизлисидан фарқ қилади: фоизли своп учун келгуси пул оқимлари битим тузилган пайтда аниқланган ўзгарувчилар билан ифодаланмайди. Бухгалтерия ҳисоби нуқтаи назаридан, валютали своп билан ҳисоб варақлари бўйича спот шартларида конверсия сифатида амалга оширилади, форвард шартлари асосида конверсия эса баланسدан ташқари ҳисобга олинади.

Валюта операциялари қарз воситалари таъсирида юзага келади-ган, пул оқими хусусиятини аниқлаш имконини беради, бу эса уларни операцияни амалга оширувчи томонларга янада жозибадор қилиб кўрсатади. Своп битимлари пул оқими ҳажмлари бўйича нормалашган бўлиб, уларни кенг кўламда ўзгартириш имконига эга бўлади ва қуйидаги вазифаларни кўзлайди:

- бозор сегментациясига йўл қўймаган ҳолда, арбитраж битимини бажариш, бу эса жалб қилиш ва жойлаштириш бўйича фоиз ставкалари ўртасидаги фарқни камайтириб, бозор самарадорлигини оширади;

- валюта курси ва фоиз ставкасининг беқарор шароитида фоиз ва валюта курси рискинни бошқариш;

- стандарт воситалардан юқоридаги вазифаларни бажариш давомида юзага келади-ган кенг кўламдаги масалаларни ечиш учун.

Қуйида масалани кўриб чиқиб, битимни тузиш ва бажаришнинг асосий боскичларини кўриб чиқамиз.

Мисол. А банк фоиз тўловларни ярим йилда бир марта амалга ошириш шarti билан, 1 млн. USD ни 3 йилга 8% билан жалб қилди. Спот курс GBP/USD 1.5000; GBP LIBOR = 6% .

Валютали своп уч боскичга бўлинади:

- жалб этилган маблағларни бирламчи сотиш;
- фоизларни тўлашга тегишли маблағларни харид қилиш;
- асосий қарзни тўлаш ҳажмини харид қилиш.

1 - боскич. А банк 1 млн. USDни В банк сотади ва спот курс бўйича (1.5000) ундан 1,5 млн. GBP олади.

2 - боскич. 6 ойдан сўнг В банк А банкдан 45 минг GBP харид қилади $(1,500,000 \cdot 0,06 \cdot 6/12)$ – битим тузилган санада 6 ойга форвард курси бўйича LIBOR ставкасида фоизлар ҳажми. А банкда GBP/USD курси бўйича GBP бўйича LIBOR ставкаси ва доллар бўйича контрагентнинг ярим йиллик фоизлар ҳажмидан 8% фарқи ҳажмида очик позиция юзага келади.

3 - боскич. 12 ойдан сўнг В банк А банкдан 45 минг GBP харид қилади $(1,500,000 \cdot 0,06 \cdot 6/12)$ - LIBOR ставкаси бўйича 12 ойлик

форвард курси асосида битим тузилган. А банкда GBP/USD курси бўйича фоизлар ўртасидаги фарқ суммасига яна бир очиқ позиция юзага келади. Бир вақтнинг ўзида А банк В банкдан 80 минг USD ни харид қилади* (1,000,000•0,08•12/12) – биринчи йил учун жалб этилган доллардаги маблағлар. Харид битим тузилаётган санада амал қилган 12 ойлик форвард курси бўйича бажарилади. GBP/USD бўйича юзага келган очиқ позиция энг охиригى навбатда сўндирилади.

4 – 7 босқич. Иккинчи ва учинчи йил бир – биридан аввал ўрнатилган курс бўйича фоизлар суммасининг хариди жараёни давом этади. А компанияда 6 муддатга GBP бўйича LIBOR ставкаси билан доллар бўйича 8% ставка ўртасидаги фарққа тенг очиқ позиция юзага келади ва йилнинг охирида ёпилади.

8 – босқич. Уч йилдан сўнг асосий сумманинг тескари конверсияси бўлиб ўтади. А компаниядан В дан 1 млн. USD ни уч йил олдин ўрнатилган уч йиллик форвард курси бўйича GBP га харид қилади.

Томонлар эҳтиёжидан келиб чиқиб, 1 ва 8 ёки 2 – 7 босқичлар бўлмаслиги мумкин. Бунда позиция фақат жалб этилган асосий сумма ёки фоизлар суммаси бўйича ёпилади.

Афзалликлар. Своп битимлари банк томонидан етмаётган валютадаги пул ликвидлигини ортиқча валютадаги маблағлар билан тўлдириш имконини беради.

Масалан, Ўзбекистон банк ААА унинг вакиллик ҳисоб варағида жойлашган 1 млн. USD маблағни жалб қилишга эришди, аммо у мижоз тўловларини амалга ошириш учун сўм маблағларига муҳтож. Банк газначиси мазкур ҳолат, яъни сўм танқислиги 1 ой давом этишини тахмин қилмоқда. Сўм учун долларни «бугун» ҳисобидан сотиб ва уларни 1 ойдан сўнг валюталаш санаси билан қайта харид қилади. Бу билан банк 1 ой давомида сўмдаги ликвидликни ҳосил қилади (дилерлар бу ҳолатни «Долларни сўмда своплаш» дейишади), бир ойлик сўмдаги депозитни жалб этиш билан тенг.

Сўмдаги депозит фоиз ставкасини своп ёки унинг банк учун қиймати орқали ҳисоблаш мумкин. Фараз қиламиз, мазкур операциянинг қуйидаги кўрсаткичлари маълум:

USD бўйича 1 ойлик ставкаси	8%
USD/UZS val tod курси	300,00
1 ойлик форвард USD/UZS	1321,65
Кунлар сони	30 кун

Банк учун мазкур сўмларнинг фоиздаги умумий қиймати долларни молиялаш учун жалб этилган доллар депозити бўйича фоиз ва куйидагича ҳисобланган своп ўзининг фоиз ставкаси йигиндисидан келиб чиқади:

$$(1321,65 - 1300,00) / 1300,00 \times 360 \times 100 / 30 \text{ кун} = 19,98 \%$$

Умумий қиймат $19,98 \% + 8 \% = 27,98 \%$ ни ташкил этади.

Своп битимлари аутрайт битимини амалга оширишда валюта рискни нейтраллаш учун ишлатилади. Шунингдек, улардан валюта позициясини олдинга узайтиришда фойдаланиш мумкин. Битимлар ёрдамида банклар своп битимлари ёрдамида очиқ позицияларини валюта курси ҳаракатини прогнозлашдан келиб чиққан ҳолда, исталганча узайтиришлари мумкин. Банклар позицияларини узайтиришларида бир кунлик своп каби, бир ойликдан ҳам фойдаланадилар.

Камчиликлар. Своплар одатда молиявий институтлар томонидан таклиф қилинади. Фоиз ёки валюта рискдан қочиш мақсадида, молия институти бир вақтнинг ўзида икки томон билан бир – бирини қопловчи битим тузишга ҳаракат қилади. Амалда молия институтлари свопларни сақлаб туришади. Бу – банклар бир томондан своп битимини тузиб, рискни ҳар кунлик асосида хеджирлашади, бу орада бошқа иштирокчини топиб, у билан тескари битим тузишини англатади. Молия институти турли иштирокчилар билан қопловчи битим тузганида, кредит рискига дуч келади (ҳар қандай биржадан ташқари восита каби). Агар бирон томон, ўз навбатида бошқа томон олдида мажбуриятларга эга бўлиб, молия институти олдида мажбуриятларни бажармаса, молия институти пул маблағларини йўкотади, чунки у ҳамон бошқа томон олдида мажбуриятларни бажариши лозим.

4.3. Валюта операцияларини амалга оширишда юзага келадиган валюта рисклари

Валюта rischi – бу валюта курсининг нохуш ўзгариши (тебра-ниши, беқарорлиги - volatility) натижасида юзага келадиган зарарлар эҳтимоли. Ривожланган мамлакатларда валюта rischi айниқса ўтган аср 70 - йилларнинг ўрталаридан, Бреттон – Вудс валюта тизими тугатилишидан кейин долзарб масалага айланди. Унинг ўрнига келган эркин сузиб юрувчи валюта курси тартиби халқаро савдода жуда катта қутилмаган воқеликларга сабаб бўлди. 80 –

йилларда валюта курсининг йиллик тебраниши 30%ларни ташкил этар эди.

Валюта рискларини тижорат, конверсион, трансляцион ва форфейтинглаш рискига ажратишимиз мумкин (қаранг - 6 чизма).

Тижорат рисклари – қарздорнинг (ёки кафилнинг) ўз мажбуриятларини бажаришни истамаслиги ёки имконияти йўқлиги билан боғлиқ.

Конверсион рисклари – бу аниқ операциялар бўйича валюта зарарлари rischi. Бу рисклар ўз навбатида: иқтисодий, ўтказма ва битим рискларига бўлинади.

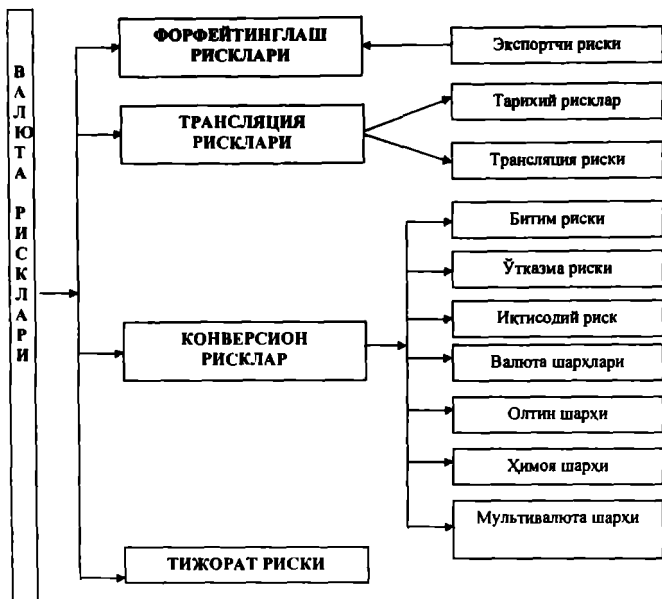
Иқтисодий риск – бу банк учун шундай riskки, бунда валюта курсининг келажақда ўзгариши оқибатида, унинг актив ва passив қийматининг кўпайиш ёки камайиш (миллий валютада) тарафига ўзгариши мумкин.

Банкнинг чет эл активларига сармоя қилиши келажақдаги миллий валютада ифодаланган тўловлар оқими ҳажмига таъсир этади. Бундан ташқари, ушбу сўндирилаётган кредитлар бўйича тўловлар ҳажми кредитнинг чет-эл валютаси миллий валюта эквивалентига ўтказилиши натижасида ўзгаради.

Ўтказма riskи чет эл валютасидаги актив ва passивлар ҳисобининг фарқланиши билан боғлиқ. Агарда, чет эл валютасида ифодаланган активлар курси пасайиши содир бўлса, унда активлар қиймати тушиб кетади: активлар ҳажмининг камайишида банкнинг акционерлик капитали миқдори тушиб кетади. Иқтисодий нуқтаи назардан валюта курсининг ўзгариши келажақдаги тўловлар оқими, бинобарин фирма ёки банкнинг келажақдаги фойдасига, таъсирини билдирган битим riskи муҳимроқ ҳисобланади.

Битим riskи хорижий валютада тузилган битимда миллий валютанинг келажақдаги қийматининг ноаниқлигидан келиб чиқади. Компания даромадлилиги унинг кредитга лайёқатлилиги демакдир, шунинг учун банк мижознинг валюта битимлари тўғрисида доимо хабардор бўлиб туриши керак.

Валюта курсларининг юқори даражада беқарор бўлган шароитда, валюта riskидан ҳимояланиш усулларида бири – контрагентлар учун энг қулай шартнома валютасини танлаш ҳисобланади. Экспортчи ва кредитор учун нисбатан барқарор валютадан фойдаланиш афзал. Валютанинг танланиши савдо ва кредит операциялар самарадорлигига сезиларли таъсир этиши мумкин.



4.5 – расм. Валюта рисklarининг туркумливиши⁶³.

Шартнома валютасини танлашда куйидаги омиллар ҳисобга олиниши лозим: мазкур валюта курси шартнома тузилган пайтдан мажбуриятлар бажарилгунга қадар ўзгаришини олдиндан билиш; товар бозорида шакланган анъаналар; савдони ташкил шакли (бир марталик битим, узоқ муддатли шартнома, давлатлараро келишув).

Валюта конверсия рискени ҳимоя, олтин, валюта ва мультивалюта шарҳларини қўллаш билан камайтириш мумкин.

Ҳимоя шарҳи – бу шартномани бажариш жараёнида унинг бирламчи шартларини қайта кўрилиши ёки ўзгартирилиш эҳтимолини кўриб чиқувчи, давлатлараро иқтисодий келушувларни ўз ичига олган, томонлар келишуви акс этган шартлардир.

Олтин шарҳи – биринчи жаҳон уруши даврида ва ундан кейин баъзи мамлакатларда кейинчалик эса бутунлай олтин стандар-

⁶³ «Банковское дело» под ред. д. э. н., проф. И. О. Лаврушина, Москва: «Финансы и статистика», 2005 год

тининг бекор қилиниши билан муҳим аҳамият касб этди. Бу мамлакатлар валютаси олтин стандарти амал қилаётган бошқа мамлакатлар валютасига нисбатан қадрсизлана бошлади. Шарҳлар валютанинг олтин таркибини акс этувчи, валюта паритетига асосланар эди. Паритет асосида шарҳлар пул бирликларининг олтинга эркин айирбошлаш шартидаги каби, унинг чекланган (олтин – девиз ва олтин – доллар) стандартида амал қилган. Олтин шарҳлари капиталистик мамлакат ҳукуматлари олтиннинг бозор баҳосини расмий даражада ушлаб туриш бўйича чораларни кўргунгача кенг амал қилган. «Олтин пули»нинг 1868 йилда инкироз бўлиши натижасида, олтиннинг расмий баҳосини ҳақиқий қийматидан узоқлаштирган ва олтин шарҳининг қўлланилишига яқун ясаган иккиланган олтин бозори юзага келди.

Валюта шарҳи – бу кредит ёки тижорат шартномасига қўшимча келишилган шартлар бўлиб, уларга кўра, келишилган тўлов суммаси товар (кредит) баҳоси акс этган валюта ва бошқа, нисбатан барқарор валюталар курси ўртасидаги ўзгаришига боғланади. Шартномада баҳо ва тўлов валюталарининг турлича белгиланиши, валюта шарҳининг энг содда кўринишларидан бири ҳисобланади. Баҳо валютаси бўлиб мазкур ҳолатда нисбатан барқарор валюта танланади. Одатдаги валюта шарҳи ҳолатида эса, тўловга тегишли бўлган сумма шарҳ валюта курсининг баҳо валютасига нисбатан ўзгаришига боғланади. Иккала ҳолатда ҳам, тўлов суммаси шарҳ валюта курси ўзгарган даражада ўзгаради. Масалан, шартнома бўйича товар баҳоси – 1 млн. сўм. Шарҳ валютаси бўлиб АҚШ доллари танланган. Долларнинг сўмга нисбатан курси шартнома тузилган санада 1200 сўм/АҚШ ни ташкил этди, бунда тўлов суммаси ҳам 10%га ошиб 1,1 млн. сўмни ташкил қилади, яъни 100 минг сўм кўпроқ. Валюта шарҳи бозор курси асосида валюта бозоридаги жорий котировкаси бўйича валюталар ўртасида муносабатни белгилашни кўзда тутди. Сотиш ва харид курслари ўртасидаги фарқ банк даромад манбаи – маржа ҳисобланиб, унинг ҳисобидан битим амалга ошириш бўйича харажатлар қопланади ва маълум даражада валюта рискинни суғурталаш учун сафарбар қилинади.

Мультивалюта шарҳи – анъанавий валюта шарҳидан фарқли жиҳати шундаки, пул мажбуриятлари суммаси эквивалентини аниқлашда битта эмас, балки бир нечта хорижий валюталардан фойдаланилади. 1970 – 80 йилларда Собиқ Иттифоқ ташқи савдо билан шуғулланувчи ташкилотлар томонидан Америка доллари ва

фунт стерлингига нисбатан қўлланилган мультивалюта шарҳи валюта рискинни хеджирлашда энг кенг тарқалган усуллардан бири бўлган. Бу усулнинг аҳамиятли жиҳати шундаки, у бир валютага боғлиқликни бартараф этади. Курс ўртача шартли кўрсаткич бўлганлиги боис, валюта миқдори, баҳоси ва тўлови валюталар жамланганидан кейин аниқланади. Шунингдек, СДР (авваллари ЭКЮ) каби махсус ҳисоб бирликларининг валюталар сифатида қўлланилиши, мультивалюта шарҳини ишлатиш билан боғлиқ қийинчиликларни бартараф этишга хизмат қилар эди.

Форфейтинглаш рисқи – бу экспортер рисқи бўлиб, бунда форфейтер (банк) ушбу рисқни регресс ҳуқуқисиз ўзига олади.

Экспортчи рисқи – вексел қийматини акс этган валюта экспортчи ўз ҳисобини юридадиган валютадан фарқ қилганида ва форфейтер билан шартнома тузиш даврида (экспортчи молиялашни аввал ўрнатилган ставка бўйича қабул қилганида) ва импортчига махсулотни етказишга юзага келиши мумкин.

Трансляция (бухгалтерлик) рисқи актив ва пассивлар балансини, чет эллик филиал мижозларнинг, контрагентларнинг «Фойда ва зарарлар» ҳисобварағини қайта ҳисоблаганда пайдо бўлади. Ушбу рисқ ўз навбатида қайта ҳисоблаш валютани танлашдан, унинг барқарорлиги ва бир қатор бошқа омилларга боғлиқ. Қайта ҳисоблаш трансляция (қайта ҳисоблаш санасидаги жорий курс бўйича) ёки тарихий (аниқ операцияни амалга оширилган санадаги курс бўйича) услублари орқали амалга оширилиши мумкин.

Мазкур ишда кўрилатган рисқлардан бири, конверсион рисқ ҳисобланиб, қуйида валюта рисқи сифатида кўрилади.

Валюта рисқлари халқаро иқтисодий муносабатлар иштирокчилари дуч келадиган тижорат рисқининг бир қисми ҳисобланади.

Валюта рисқи, ёки курс зарарлари рисқи, банк операциялар бозорининг байналминаллашуви, транснационал (қўшма) корхона ва банк муассасаларининг ташкил этилиши ва улар фаолиятининг диверсификациялашуви билан боғлиқ бўлиб, валюта курси ўзгариши натижасида пул маблағларида зарар кўриш эҳтимолини акс этади.

Бунда валюта курслари ўртасидаги муносабат бир қатор омиллар таъсирида юзага келади, масалан: валютанинг ички қийматининг ўзгариши, пул оқимининг бир мамлакатдан бошқасига оқиб ўтиши, спекуляция ва бошқалар. Ҳар қандай валютани тавсифловчи асосий омил бўлиб, резидент ва норезидентларнинг бу валютага ишончи ҳисобланади. Валютага бўлган ишонч кўп омилли мезон

ҳисобланиб, бир қанча кўрсаткичлардан иборат, жумладан, мамлакат очиклик даражасининг сиёсий тартибига бўлган ишонч кўрсаткичи, иқтисодиётнинг эркинлашуви ва алмашиш курси тартиби, мамлакат савдо баланси, асосий макроиктисодий кўрсаткичлар ва инвесторларнинг мамлакатни келажақда барқарор ривожланишига ишончи.

Аммо, аслида, бу талқин фақатгина баъзи валюта курси тартибига нисбатан, яъни эркин сузиб юрувчи курсига тааллуқли. Ҳозирги кунда жаҳон амалиётида ҳар бир мамлакатнинг ўзига ҳос хусусиятидан келиб чиқиб, бир қанча валюта курслари мавжуд.

Валюта тизимини баъзи хусусиятларига кўра қуйидаги шаклларга бўлиш мумкин:

1) Ёпиқ бозорга эга мамлакат қуйидаги хусусиятларга эга: иқтисодиёти ва иқтисодий ахборотларнинг ёпиқлик ҳолати, инвестор ва экспорт – импорт операциялар бўйича чекловларнинг бўлиши, иқтисодиётда давлат мулкнинг устувор бўлиши, валюта курсини бевосита аниқлаш. Бундай мамлакатнинг валюта курси қутилмаган ўзгаришларга эга бўлиб, инвестор ва импортчилар бу валютада битим тузишдан сақланишади, ҳақиқий тўловлар ва товар айланмаси учинчи мамлакат валютаси олиб борилади. Бундай валюта бозори жуда тор ёки умуман мавжуд бўлмайди. Жаҳон бозорида макроиктисодий кўрсаткичлар бундай валюталарга бевосита таъсир этмайди.

2) Сезиларли иқтисодий салоҳиятга эга бўлган, қатъий ўрнатилган курс устунлик қилган мамлакат. Одатда бундай валюта курси «нуфузли» валютага нисбатан қатъий ўрнатилиб, экспорт – импорт операциялар ва инвестицияни амалга ошириш учун қўлланади. Бундай мамлакатлар валютасига макроиктисодий кўрсаткичлар оз миқдорда ёки умуман таъсир этмайди.

3) Шунингдек, нисбатан эркин, лекин барқарор бўлмаган иқтисодиётга эга бўлган бир қатор мамлакат валюта курсини прогностлаш жуда мушкул ҳисобланади ва қуйидаги омилларга боғлаб бўлади: сиёсий беқарорлик, ҳукуматнинг қутилмаган иқтисодий сиёсати, халқаро рақобатга бардош бермаслик, иқтисодиётнинг хом ашёга ихтисослашуви, давлат бюджетининг инфляцияно молиялашуви, валюта захираларининг етишмаслиги, шунингдек, макроиктисодий кўрсаткичлар. Бундай валютада инвестициялаш юқори рискка эга ва импортчилар бундай мамлакатлар билан товар айланмасида учинчи мамлакат валютасидан фойдаланишга мойил бўлишади. Бундай мамлакатлар миллий валюта курсига макроикти-

содий кўрсаткичлар таъсири ҳукуматнинг сиёсий қарашларидан келиб чиқиб, сунъий равишда чекланади.

4) Миллий валюта курсининг эркин сузиб юрувчи тартибига асосланган, барқарор иқтисодиёга эга мамлакат. Бундай мамлакатларнинг асосий хусусияти қуйидагилардан иборат: бозор иқтисодиёти ривожланган, иқтисодиёти барқарор, ҳукуматнинг келгуси сиёсатини олдиндан билиш мумкин, пул массаси, фойз ставкаси ва мамлакатдаги инфляциянинг қатъий назорат қилинади. Бунда валютанинг ошқора сузиб юриши, баъзи ҳолларда валюта курсини бошқаришнинг билвосита усуллари – интервенциядан давлатлараро курсларнинг қўшма сузиб юриши, сиёсий тайъизик ўтказишдан фойдаланилади. Мазкур валюталарга инвестициялаш нисбатан кам рискка эга, экспорт – импорт операциялар одатда айнан шу валюталар билан амалга оширилади. Валюталар курси макроиқтисодий кўрсаткичларга ўта таъсирчан бўлади.

Шу билан бирга, узоқ муддатларда таъсир кўрсатувчининг асосий омиллар сифатида иқтисодчилар қуйидагиларни келтиришади.

Улардан биринчиси инфляция даражаси бўлиб, инфляция нисбатан юқори бўлган мамлакат миллий валюта курси бошқа валюталарга қараганда қадри пасайиши қонуниятидан келиб чиқади. Бунга далил сифатида инфляция даражаси юқори бўлган Буюк Британия, Италия, Франция, АҚШ ва Канада валюталари курси инфляция пастрок бўлган Япония, Белгия, Нидерланд, ГФР ва Швейцария валюта курсларига қараганда тушиши кузатилган. Валюта курси ва нархнинг ўзгариши икки ўн йиллик бўлган узоқ муддатда ўзгариш динамикаси ана шундай акс этади.

Валюта курсларининг кескин тебраниши иқтисодий, сиёсий, қисман спекулятив сабаблар билан боғлиқ бўлиши ҳам мумкин. Бозор барча иқтисодий кўрсаткичлар ўзгариши, экспертлар тахмини, сиёсий инқироз ва сиёсий шов – шувларга ўта таъсирчан бўлади.

Бундан ташқари, таъкидлаш жоизки, нафақат ўзгариш кечаётган мамлакатлар валюталари тебранишини тахмин қилиш мушкул бўлган рискка дуч келиши мумкин, балки инқирозга учраган мамлакат билан яқиндан иқтисодий ва сиёсий муносабатларни ўрнатган қўшни мамлакатлар ҳам хатардан ҳоли бўлишмайди.

Валюта бозори ҳар доим ўзининг беқарорлиги ва қутилмаганлиги билан тавсифланади. Бу валюта бозори иштирокчиларининг жаҳондаги сиёсий ва иқтисодий ўзгаришларга тезкор таъсирчанлиги, шунингдек, спекуляция билан асосланади.

Тижорат банклари валюта операцияларни амалга ошириш учун лицензия олганларидан кейин валюта муомалаларини олиб бориш жараёнида, баланс кўрсаткичлари бўйича ҳар бир валюта билан алоҳида амалга оширган операциялар натижасида, баъзан талабга ёки мажбуриятга эга бўлишади. Бирор - бир валютага нисбатан талаб ёки мажбуриятнинг бўлиши *очиқ валюта позицияси* дейилади. Уларнинг тенглиги ҳолатида валюта позицияси ёпиқ деб эътироф этилади. Валюта rischi фақат позиция очиқ бўлганида юзага келади.



4.6-расм. Валюта позициясининг таркибий қисми⁶⁴

Ўз навбатида очиқ валюта позицияси узоқ ва қисқа турларга, ҳамда умумлашган валюта позицияларига бўлинади.

Валюта позициясига таъсир этувчи асосий операция турларига қуйидагиларни киритиш мумкин:

- хорижий валюта, қимматбаҳо металл ва номинали валюта бўлган қимматли қоғозлар билан нақд (касса) ва муддатли олди – сотди битимлари;
- валютада (қимматбаҳо металлда) талаб ва мажбуриятлар ҳосил бўладиган муддатли операциялар (форвард, фьючерс битимлари, своп битимлари, опцион ва бошқалар);
- хорижий валютада фоиз ва бошқа даромадларни олиш (тўлаш).

Соф баланс позицияси битта хорижий валютада акс этган баланс активлари билан баланс пассивлари ўртасидаги фарққа айтилади.

Соф спот позицияси – битта валютада акс этган балансдан ташқари талаб ва мажбуриятлар ўртасидаги фарқ. Соф спот позицияси *tomorrow* ва *spot* каби молиявий активлар (хорижий валюта) олди – сотди нақд битимлар натижасида юзага келади. Бу банклараро битимлар каби, миждоз билан тузилган битимларга ҳам тегишли

⁶⁴ Муаллифлар томонидан тузилган.

ҳолат. Соф муддатли позиция битта валюта акс этган балансдан ташқари талаб ва мажбуриятлар ўртасидаги фарқни акс эттиради. Соф муддатли позиция молиявий активлар билан амалга оширилган (опцион ташқари) барча олди – сотди муддатли битимлар натижа-сида юзага келади. Бундай битимлар банклараро бозорда кредит ташкилотлари томонидан тузилгани каби, мижозлар билан ҳам ўтказилади.

Соф опцион позицияси – кредит ташкилотининг опцион шарт-номалари билан чегараланган банкнинг битта валютадаги баланс-дан ташқари талаб ва мажбуриятлари муносабатида акс этади.

Кафолат бўйича соф позиция – битта хорижий валютада акс этган, олинган ва тақдим этилган чақириб олинмайдиган кафолат-лар қиймати ўртасидаги фарқдир.

4.4. Халқаро амалиётда тижорат банкларининг валюта рисklarини бошқариш усуллари ва воситалари

Одатда валюта рисклари банклар томонидан турлича бошқари-лади. Банк тузилмаси ичида валюта рискларни бошқаришга қара-тилган биринчи қадам бу валюта операцияларига ўрнатилган чек-ловлар ҳисобланади. Масалан, чекловларнинг қуйидаги кўриниш-лари кенг тарқалган:

- хорижий давлатларга ўрнатилган чекловлар (алоҳида мамла-кат мижозлари ва контрагентлари билан кун давомида ўтказила-диган операцияларга ўрнатилган чекловлар);

- контрагент ва мижозлар билан операцияларни бажаришга ўрнатилган чекловлар (ҳар бир контрҳамкор, мижоз ёки мижозлар гуруҳига кўрсатилаётган операцияларнинг максимал қиймати чек-ланади);

- воситалар чеклови (фойдаланилаётган восита ва валюталарни аниқ белгиланган ва савдога қўйилиши мумкин операциялар рўйхатига қўйиладиган чекловлар);

- ҳар кунлик ва ҳар бир дилерга ўрнатилган чеклов (одатда савдо қилинаётган хорижий валюта бўйича энг катта очиқ позицияга чеклов белгиланади, аниқ дилер ва алоҳида восита учун кейинги кунга кўчириш имкони ҳам бўлиши мумкин);

- зарарларнинг чекланиши (кўрилиши мумкин бўлган энг катта зарар қиймати ўрнатилади, зарар унга етгач, барча очиқ позициялар зарар билан ёпилиши керак). Баъзи банкларда бундай чеклов ҳар

бир иш кунига алоҳида давр учун ўрнатилади (одатда бир ой), баъзи банкларда алоҳида воситалар, баъзиларида алоҳида дилерлар бўйича белгиланади.

Бундан ташқари жаҳон амалиётида валюта рискни пасайтиришнинг қуйидаги усуллари мавжуд:

- актив ва пасив бўйича валюта олди – сотдисини ўзаро ҳисобга олиш. Бу усул «мэтчинг» деб номланиб, унинг ёрдамида келиб тушган валютанинг ҳажмини чиқиб кетаётган валюта ҳажмидан айириб ташлаб, банк раҳбарияти уларнинг ҳажмига таъсир кўрсатиш имкониятига эга, бу ўз навбатида валюта rischi натижасида зарар кўришни пасайтиради;

- бошқа трансмиллий (қўшма) банклар «неттинг» усулидан фойдаланиш, бунда валюта битимлари сони уларни катталаштириш орқали қисқаради. Бу мақсадда банклар хорижий олди – сотдисига келиб тушган аризаларни мувофиқлаштирувчи бўлинмалар тузишади;

- валюта курсининг ўзгариши бўйича on - line ахборотлар билан таъминлаб берувчи махсус дастурлардан фойдаланиш;

- ҳар кунлик валюта бозорини синчковлик билан ўрганиш ва таҳлил қилиш.

Шу билан бирга, валюта рискни чеклаш учун хеджирлашдан фойдаланилади.

Хеджирлаш – бу эҳтимолий зарарлар рискни пасайтириш жараёни. Банк барча рискларни хеджирлаш, ҳеч бирини хеджирламаслик ёки танланган ҳолатларни хеджирлаш тўғрисида қарор қабул қилиши мумкин. У шунингдек, онгли ёки онгсиз равишда спекуляция билан ҳам шуғулланиши мумкин.

Хеджирламасликка икки сабаб бўлиши мумкин. Биринчидан банк риск борлигидан беҳабар бўлиши ёки уни пасайтириш имкони борлигини билмаслиги мумкин. Иккинчидан, у алмашув курси ёки фоиз ставкалари ўзгармасдан қолиши ёки унинг фойдасига ўзгаради деб тахмин қилганида. Натижада банк спекуляция қилади: унинг тахминлари тўғри бўлиб чиқса, у ютади, акс ҳолда у зарар кўради.

Барча рискларни хеджирлаш – уларни мутлоқ бартараф этишнинг ягона йўли. Аммо компанияларнинг молиявий директорлари танланган хеджирлашни маъқул кўришади. Улар валюта курслари ва фоиз ставкалари компанияга ноқулай йўналишда ўзгараётганини тахмин қилишса, молиявий директорлар рискни хеджирлашади, компания ҳисобига ўзгараётган бўлса, рискни таъминламасдан

қолдиришади. Моҳиятан, бу спекуляция демақдир. Қизиғи шундаки, прогнозчи – мутахассислар одатда ўз таҳминларида адашишади, аммо компания молия бўлинулари ходимлари шунчаки «ҳаваскорлар» бўлиб туриб, олдиндан кўра билиш ҳислатларига ишониларида давом этишади.

Умумий хеджирлашни (яъни, барча рискларни пасайтириш) камчиликларидан бири бўлиб, опционлар бўйича комиссия ва премияларга сарф бўладиган харажатлар ҳажмининг катталигидир. Танланган хеджирлаш умумий харажатларни пасайтириш сифатида қараш мумкин. Бошқа усули – курс ёки ставкалар маълум даражагача ўзгарганида рискларни сугурталаш. Яъни, компания курс ўзгаришидан кўрилган зарарларга маълум даражада дош бериши мумкин, аммо курснинг имкон даражасидан ўтиб ўзгариши компания молиявий ҳолатига жиддий таъсир кўрсатиши табиий. Бундай ёндашув алмашув курси барқарор ёки қулай тарафга ўзгараётганида рискларни сугурталаш бўйича харажатларда иктисод қилиш имконини беради.

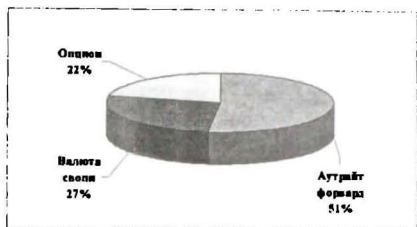
Валюта алмашинувини назарда тутган битимлар билан боғлиқ рисклар нарх сиёсати ёрдамида бошқарилиши мумкин. Шунингдек, пулни тўлов ва қабул қилиш даври ҳам рискларга сезиларли таъсир этиши мумкин. Юқоридагилардан ташқари, операцион валюта рискини пасайтириш бўйича банк қуйидаги усулдан фойдаланиши мумкин: харидорга счёт – фактура импортда ўтказилган тўлов валютасида ёзиб берилади. Аммо бу усул харидорга ҳар доим ҳам тўғри келавермайди ва бажарилиши ҳақиқатдан узок.

Вазиятдан чиқиш бўлиб муддатли операциядан фойдаланиш ҳисобланади. Амалиётда қўлланиладиган валюта хеджирлаш усулига яқиндан тавсиф берамиз. Анъанавий ва кенг тарқалган валюта операцияларини хеджирлаш усули бўлиб, муддатли (форвард) битим ҳисобланади. Мазкур битимлар жаҳон молия бозорида йилдан йилга ортиб бормоқда ва улар орасида аутрайт форвард ва валюта своп битимлари кенг тарқалган шаклларидан бўлиб ҳисобланади.

Мазкур жадвал маълумотларидан муддатли битимларнинг ўсиб бораётганини кўришимиз мумкин. Шунингдек, муддатли валюта битимлари орасида энг катта улуш айнан форвард операцияларига тўғри келаётгани кўриниб турибди. Хорижий валюта бозорида аутрайт форвард операциялар улуши 51%ни, ташкил этаётганини кўришимиз мумкин.

Своп битимлари асосан фоишли битимлар бозорида аксарият улушга эга, бунини ўз навбатида, марказий банкларнинг амалга оши-

радиган интервенциялари билан боғлаш мумкин. Жадвал маълумотларидан аниқланишича, капитал бозорининг 77–82% опционларга тегишли. Товарлар бозорида форвард ва своп битимлари етакчилик қилмоқда.



4.7- расм. Хорижий валюта бозорида тузилган битимлар улуғи

Юқорида батафсил ёритилган, форвард валюта операциясида экспортчи тўловларни қабул қилиш санасини тахминан билгач, шартнома имзолар экан, у ўз банки билан тўлов суммасини аввалдан келишилган курс бўйича, олдиндан тақдим этиш бўйича битим тузади. Экспортчининг устунлиги унинг тўлов қабул қилишидан олдин миллий валюта тушумини олдиндан аниқлай олишида бўлиб, ундан келиб чиқиб у шартнома баҳосини белгилайди. Форвард битимини тузган банк шартномада қайд этилган санага миллий валюта эквивалентини, бу вақтда жорий курс қандай ўзгарганидан қатъий назар, аввалдан белгиланган курс бўйича етказиб бериш мажбуриятини қабул қилади. Корхона ўз навбатида, банкка (экспорт ёки импорт қилаётган томонга тегишли эканлигидан келиб чиқиб) валюта тушумини таъминлаб беради ёки валютани хорижга ўтказиш тўғрисида топшириқнома тақдим этади.

Импортчи эса аксинча, тўлов валютаси курси шартномада қайд этилган курсдан ошиши кутилганида, банкдан аввалига форвард битими ёрдамида хорижий валютани харид қилади.

Худди шундай инвестор инвестиция валютаси курсининг эҳтимолий тушиши билан боғлиқ рискдан зарар кўришдан сақланган ҳолда, банкка ўз активларини маълум муддатга сотиш ёрдамида сугурталаниши мумкин.

Шундай қилиб, мижоз ўз рискларини сугурталаб олди. Банк эса рискни ўз зиммасига қабул қилди. Шундан бошлаб, банк қабул

килингган рискни қайта хеджирлаши зарур. Шунинг учун одатда, банклар айнан шу суммага ва шу санага бошқа банк билан яна битта форвард битимини ёки махсус биржада фьючерс битимини тузади.

Юқорида қайд этилгандек, муддатли валюта битимининг яна бир кўриниши валюта фьючерслари ҳисобланиб, улар махсус йирик биржалар савдосида қатнашишади.

Валюта фьючерси бозорида фьючерс шартномасини харид қилувчи хеджер бозорда хорижий валюта курси ошганида у спот бозордан анча қулай фьючерс битимида қайд этилган курс бўйича харид қилиши мумкинлиги тўғрисида кафолат олади. Шундай қилиб, спот битими бўйича зарарлар хеджернинг фьючерс валюта бозоридаги фойдаси ҳисобига қопланади. Таъкидлаш жоизки, фьючерс шартномасини бажариш муддати келганида спот бозоридаги валюта курси фьючерс бозоридаги курсга яқинлашиши кузатилади.

Муддатли битимларнинг яна бир тури своп. Своп битими форвард ва спот операцияларини мужассам этгани ҳолда, валютани бир вақтнинг ўзида ҳам олиш ҳам сотиш бўйича икки контр битим тузиши англатади. Иккала битим ҳам бир вақтда, бир ҳамкор билан аввалдан ўрнатилган курс бўйича тузилади.

Своп битимлари банклар учун қулайлиги уларни қопланмаган валюта позициясини ҳосил қилмаслигида, яъни банкнинг хорижий валюта бўйича талаб ва мажбуриятлар мазкур ҳолатда мос келишида намоён бўлади.

Своп битимларини айниқса, марказий банклар фаол қўллашади. Улар валюта инқирозлари даврида, ўз валюта захираларини вақтинчалик мустаҳкамлаб олишда ва валюта интервенцияларини амалга оширишда своп операцияларидан фойдаланишади.

Хеджирлашни муддатли битимлари ёрдамида амалга оширишнинг тури валюта опционлари ҳисобланади. Валюта опционлари опцион харидори ўзини зарарлардан суғурталаш мақсадларида қўлланилиши мумкин.

Валюта, фоиз ва инвестиция рискларини суғурталаш мақсадида шунингдек, ҳозирги пайтда бир қатор молиявий воситалардан фойдаланилади: молиявий фьючерс ва молиявий опцион (қимматли қоғозлар билан опцион), келгуси фоиз ставкаси тўғрисида келишув, қимматли қоғозларни кўшимча суғурта шартлари билан чиқариш ва бошқалар. Суғурталашнинг бу усуллари бозорда кучли рақобат иштирокчиси бўлмиш экспортчи ва инвесторларга маълум ҳақ тўлаш ҳисобига валюта, кредит, фоиз рискларини банклар зиммасига кўчириш имконини беради, ўз навбатида, банклар бундай мажбу-

риятни зиммасига олар экан, авваламбор даромад олишдан манфаатдор бўлишади. Янги молиявий воситалар билан операциялар, одатда бир қатор мамлакатлар қонунчилиги билан таъқиқлангани боис, жаҳон молиявий марказларида мужассамлашган. Рискларни сугурталашнинг бундай усуллари ҳозирги кунда юқори суръатларда ривожланиб келмоқда. Муддатли битимлардан ташқи иқтисодий фаолият рискинни сугурталашда фойдаланиш миқозларга сугурталашнинг якуний қийматини аниқ баҳолашга ёрдам беради.

Ривожланган мамлакатларда махсус эксперт фирмалар инвестор ва экспортчиларга мутахассис маслаҳатларини кўрсатиш билан шуғулланишиб, инвестиция ва хорижий валютадаги талабларни оптимал хеджирлаш бўйича ўз тавсияларини тақдим этишади (качон, қайси муддатга, қайси валюталарда). Бундан ташқари, банкларнинг ўзлари ҳам, валюта курслари ҳаракатини таҳлил қилувчи ва прогноз қилувчи ходимлар билан таъминланган бўлиб, миқоз рискларини бошқариш бўйича хизматларини тақлиф қилишади. Хеджирлаш жараёни маълум валюталар курсига таъсир этиш орқали, муддатли битимлар бозоридаги талаб ва тақлифга сезиларли таъсир қилади.

Валюта рискларини бошқариш усулларида яна бири валюта курслари ҳаракатини таҳлил қилиш ҳисобланади. Бундай таҳлил фундаментал ва техник таҳлилларга бўлинади.

Валюта курслари ҳаракатини фундаментал таҳлили курсларнинг асосий ўзгариши валюта эмитент – мамлақати иқтисодиёти ривожланишидаги макроиқтисодий омиллар таъсирида юз бериши бўйича талқин асосида қурилган. Ўзини фундаменталистларга тааллуқли эканлигини таъкидловчи таҳлилчилар доимий тарзда алоҳида мамлакатлар макроиқтисодий кўрсаткичларини кузатиб бориб, валюта курслари бўйича узоқ муддатли тахминларини ишлаб чиқишади.

Макроиқтисодий омиллар фақатгина 3 ва 4 турдаги валюталарга таъсир этиши мумкин. Бундай курслар ҳаракатини прогнозлашда одатда, хорижий валюталарнинг асосий кўрсаткичлари ва курси таҳлил қилинади.

Техник таҳлил эса макроиқтисодий кўрсаткичлар валюталар курси ҳаракатига ўрта ва қисқа муддатларда таъсири камлигига асосланади. Бундан ташқари, валюталар курсини мутлоқ аниқлик билан прогноз қилиш математик тизимга асосланган техник таҳлил усули ёрдамида амалга ошириш мумкин. Техник таҳлил валюталар курси тебранишини кузатади ва олди – сотдига сигнал беради.

V 606. СПОТ —БИТИМЛАР ВА «СПОТ» ОПЕРАЦИЯЛАРИГА ТАЪСИР ЭТУВЧИ ОМИЛЛАР

5.1. Спот - битимлар

Форекс спот-битими бу — одатда битим оширилган санадан кейинги иккинчи иш кунида етказиб бериш шарти билан бир валютанинг иккинчи валютага нисбатан сотиб олинishi ёки сотилишидир. Икки иш куни битим ҳужжатларини расмийлаштиришни ташкиллаштириш ва нақд пулни ўтказиш ҳамда айрим ҳолларда ҳисобкитоблар амалга оширилиши лозим бўлган мамлакатлардаги турли вақт зона (ҳудуд)ларини қоплаш учун қолдирилади.

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

Бир қатор ҳолатларда вақт (соат) минтақаларидаги вақтнинг фарқланиши жорий конвертациялаш операциялари «спотгача», яъни бутун (today ёки tod) ёхуд 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 долларидagi битим 2006 йил 26 май, жума куни амалга оширилган бўлса, демак бу ҳолатнинг спот-санаси 2006 йил 2 июнь бўлган. Шанба ва якшанба кунлари, шунингдек, 29 май — АҚШ байрами. 30 май ва 1 июн — Швейцарияда дам олиш кунлари бундан мустасно.

Банклараро спот-курслар бу — спот битимлари учун сотиб олиш ва сотишнинг жорий нархларидир. Бутун дунёда стандартлаштирилган услубга кўра ҳар бир жуфт валюта котировкаланади. Шу билан бирга алмаштириш курси котировкалари ички бозорда халқаро форекс бозоридагидан фарқланиши мумкин. Бунинг имкони сифатида алмаштириш курси котировкаларини 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 кодликлари.

Халқаро стандартлар ташкилоти (International Standart Organization) ҳар бир валютани учта ҳарфдан таркиб топган код билан белгилайди. Дастлабки икки ҳарф одатда мамлакат номини, учинчи ҳарф 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 тариқасида фойдаланилган валюталар рўйхати:

SWIFT— кодлар

ATS	—	Австрия шиллинги
AUD	—	Австралия доллари
CAD	—	Канада доллари
CH	—	Швейцария франки
DKK	—	Дания кронаси
EUR	—	Евро
FIM	—	Финландия маркаси
GBP	—	Англия фунти
HKD	—	Гонгконг (Сянган) доллари
IDR	—	Индонезия рупийси
IEP	—	Ирландия пунти
INR	—	Ҳинд рупийси
JPY	—	Япон йенаси
NLG	—	Нидерланд гулдени
NOK	—	Норвегия кронаси
NZD	—	Янги Зеландия доллари
RUB	—	Россия рубли
SEK	—	Швед кронаси
SGD	—	Сингапур доллари
TRL	—	Туркия лираси
USD	—	АҚШ доллари
UZS	—	Ўзбек сўми

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,

	Барқарор Валюта	Ўзгарувчи валюта Котировка валютаси
АҚШ доллари /	/USD /	CHF
Швейцария франки		
Фунгстерлинг/Йена	/GBR /	JPY
Евро/ доллар	/EUR/	USD

Агар спот-курс EUR-USD (евро-доллар) учун 0,9000ни ташкил этса, бу шуни англатадики, бир евронинг нархи 0,90 долларга ёки 90 центга 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 худуди»нинг айрим валюталари, мисол учун AUD ва NZD кабилар бундан мустасно. Бунга кўшимча равишда EUR доимо бошқа барча валюталарга базавий валюта сифатида қўлланади.

Ички бозорларда баъзан алмаштириш курсини тескари тартибда котировкалаш қулай. Бевосита котировка хорижий валютани қатъий (белгиланган) миқдорига нисбатан миллий валютанинг ўзгарувчи миқдори курсини беради. Масалан, 1USD=230 UZS Миллий валютанинг қатъий миқдорига (одатда бирликларда) нисбатан (карши) хорижий валютанинг ўзгарувчи миқдори курсини берувчи котировка билвосита (ёки тескари) котировка дейилади. Буюк Британия билвосита котировкалар тизимини қўлловчи кам сонли мамлакатлар сарасига киради. Лондонда АҚШ доллари бир инглиз фунт стерлингига «п» миқдордаги АҚШ доллари сифатида котировкаланади.

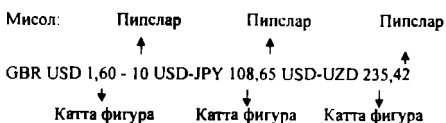
Мисол, АҚШ доллари ва швейцар франки ўртасидаги алмаштириш учун USD / CHF - 1,7220.

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

Алмаштириш курсининг охирги 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) ва ўзбек сўми котировкасида ҳам ҳудди шундай (UZD 0,01).

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



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 миждога 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 миждо шу курс бўйича базавий валютани сотиши (яъни, битим амалга оширилишидаги котировка валютасини сотиб олиши) мумкин. Offer томонида ҳам айнан шундай бўлади.

Назаримизда, тушуниш осон бўлиш учун базавий валютани бирон бир товар сифатида кўриш мақсадга мувофиқ: маркет-мейкер доим товарни имкон қадар арзон нархда сотиб олишни, сотишда иложи борича қимматроқ нархда сотишни мўължаллайди. Қабул қилинган қоидага биноан котировкалашда харид курси чапдан котировка қилинади, сотиш курси эса ўнгдан.

Спрэд — сотиб олиш ва сотиш нархлари ўртасидаги фарк. У маркет-мейкернинг маржасини ифодалайди. Курснинг кучли тебранишлари юз бермаганлиги шарт билан спрэд маркет-мейкерга даромад олиш имконини беради. Фараз қилайлик, дилер миждан долларга айрибошлаш эвазига 0,9315 курси бўйича EUR 1 млн. 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, дилер бундай даромад олишини ҳеч ким кафолатламайди, чунки бозор беқарор бўлиб, ҳар дамда ўзгариб қолиши мумкин. Шунга қарамасдан кенгроқ спрэд дилерни фойда олиш имкониятларини оширади ва шу боис спред дилернинг курсини котиловкалаб, ўзини хатарга қўйгани эвазига компенсация бўлади. 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 банklar валюталарнинг ҳар бирида узун, қисқа ва ёпик позицияларни белгилаб қўйдилар. 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 ортиқ бўлиши (фойда), ёхуд аксинча пассив активдан ортиқ бўлиши мумкин (зарар).

Банкнинг хорижий валютадаги талаблари ва мажбуриятлари унинг **валютавий позициясини** белгилайди.

Аниқ бир валюта бўйича улар тенг бўлган ҳолатда **валютавий позиция** (ҳолат) ёпиқ 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 ортиқлигини билдиради ҳамда «+» белгиси билан ифодаланади.

Қисқа позиция хорижий валютадаги мажбуриятларнинг талаблардан ортиқлигини 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 куйидаги қайдлар кўринишида ифодаланиши мумкин.

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

Шу тарзда бир валютага нисбатан бошқасини сотиб олиш ёки сотиш бўйича битим тузилганда бир вақтнинг ўзида шу икки валюта бўйича позициялар ўзгаради.

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

Юқорида кўрсатиб ўтилганлардан хулоса қилиб, куйидагаларни қайд этиш мумкин:

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

– валютадаги қисқа позиция бу — шундай вазиятки, бунда банк одатда валютани кейинроқ, зарур бўлиб қолганда сотиб олиш учун ўзида мавжуд бўлмаган валютани сотади (яъни, валютанинг сотилиши хариддан ортиқ бўлади). Агар банк олибсотарлик (чайқовчилик) учун қисқа позицияни эгаллаб турса, бу унинг шу валюта курси тушишини кутаётганини англатади;

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

5.2. Кросс — курслар

Кросс-курслар бу — икки валюта ўртасидаги курслар бўлиб, улар шу валюталарнинг ҳар бирининг курсларини учинчи валютага нисбатан олинганидан ҳосил бўлади. Асосан бу учинчи валюта АҚШ доллари бўлади.

Мисол: $USD / JPY = 108,20-108,25$
 $USD / CHF = 1,7110-1,7120$

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

Кросс-курсда базавий валюта сифатида одатда кўпроқ қийматга эга бўлган валюта қабул қилинади. Бизнинг ҳолатда бу CHF. Демак, швейцария франкининг япон йеназидаги 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 босқичда АҚШ доллари орқали 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 $108,20/25$ га 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 сотадиган нарх.

Маркет-мейкер бундай операцияки, АҚШ доллари иштирокида битимни амалга ошириш орқали икки босқичда ўтказиши мумкин:

1) CHF ни сотади ва доллар сотиб олади,

$1,7110/20$ котировка USD харид курси $1,7110$ бўлади.

2) Бир долларга $108,25$ йен курс 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:

GBP/VSD = 1,6240/45

USD/JPY = 105,70/75

Кросс — курсларни ҳисоблаш қондалари

Кросс-курслари валютаси	Ҳар икки нарсани олдани USD га нисбатан котировкаланади (яъни битта баъзи эга бўлади)	Валюталардан бири олдани АҚШ долларига котировкаланади.
Ўзгаришчи валютаси	USD/RUB 27.50 - 27.70	USD/CHF 1.6330/35
Бўлинмади		Котируется и ↓ ↓
Кросс-курс	USD/DEM 2.0410/15	GBP/USD 1.5852/57
Кросс-курс валютаси	DEM/RUB 3.47/3.57	GBP/CHF 2.0620/2.6219
Базавий валюта	EUR/USD	Ҳар икки валюта олдани АҚШ долларига котировкаланади
Ўзгаришчи валютаси	EUR/USD	0.9622/26
Кросс-курс	GBP/USD	
	EUR/GBP	1.5614/19
		0.6160/0.6165

GBP — USD курси қуйидаги тарзда ҳисобланади:

Маркет-мейкер Bid томонини олиш учун:

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

— 105,70 курс бўйича йеналарни сотади ва доллар сотиб олади;

— Bid 1,6240 x 105,70=171,66

СВР котировкаланиш 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 x 1,6245=171,79

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

Халқаро бозорларда ўтказиладиган спот шартларидаги битимларнинг умумий ҳажмида асосий қисмини, яъни 90 фоиздан ортигини-чайқовчилик мақсадидаги битимлар эгаллайди. Операцияларни амалга оширишда дилерлар муайян омиларга таяниб, максимал

фойда олиш ва хатарлардан суғурталаниш мақсадида ўз фаолиятлари стратегиясини ишлаб чиқадилар.

5.3. «Спот» операциясига таъсир этувчи омиллар

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

Маконли арбитраж — бу вақтнинг айна даврида турли банклардаги валюталар курси ўртасидаги фарқдан фойдаланиш ҳисобига фойда олиш. 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 тур эди. Лекин замонавий алоқа воситалари ва вазоталар бўйича ҳисоб-китоблар тизими ривожланиши билан у ўзининг аввалги аҳамиятини йўқотди.

Даврий арбитраж — бу бир курс бўйича чайқовчилик 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 кенгрок тарқалган бу тури дилерни алмаштириш курсидаги қулай ўзгаришга мўлжал қилишига асосланар ва валюта позицияларини очишда зарар кўриш хатарини қабул қилиш билан белгиланади.

Валюта курсининг ҳаракати йўналишини (демак валюта арбитражининг тактикасини) белгиловчи, валютани сотиб олиш ёки сотиш тўтрисидаги қарор қабул қилишга омилларнинг уч гуруҳи таъсир этади:

- фундаментал;
 - техникавий;
 - қўтилмаган қисқа муддатли.
- Улар муфассалроқ кўриб чиқилади.

5.3.1. Фундаментал омиллар таҳлили

Фундаментал омиллар ўрта муддатли истиқболда амал қилувчи, валюта бозори иштирокчиларига ва валюта курси даражасига

таъсир кўрсатадиган миллий иқтисодиёт аҳволининг ҳал қилувчи макроиқтисодий кўрсаткичлари бўлиб хизмат қилади.

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

Биринчи савол:

Янгликлар (иқтисодий индикаторлар) бозор умидларига мувофиқми?

Банкларнинг дилерлари иқтисодий кўрсаткичнинг дастлабки прогноз (тахмин)ларини билганликлари боис, у эълон қилинган дастлабки сонияларданоқ улар тахминни ва унинг мавжуд 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.

Қуйидаги фундаментал омиллар ажратилади:

1. Ялли миллий маҳсулот -ЯММ

ЯММ миллий иқтисодиёт аҳволининг муҳим кўрсаткичи ҳисобланади ва таркибий унсурлар сифатида унча йирик бўлмаган иқтисодий индикаторларни-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, sanoat 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 «қизиқ кетишига», инфляция тенденцияларини ўсишига ва демакки, валютага талабни англутувчи фоиз қўшил-маларини кўтарилиши қутилишига олиб келади.

2. Реал фонз ставкаси

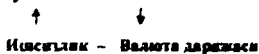
Мазкур омил ниҳоятда муҳим, чунки у мамлакат иқтисодиётинг кўйилмаларнинг даромадлилигини (банк депозитлари бўйича фонз лар, облигацияларга кўйилмалар бўйича даромадлилик, ўртача фой да меъёрининг даражаси ва ҳоказо) белгилайди. Фонз ставка (кў шилма)ларининг ва курснинг ўзгаришлари бевосита қуйидагиларга боғлиқ:



Реал фонз ставкаларини, яъни инфляция чегириб ташланган номинал фонзни назарда тутиш керак. Бунда, агар номинал ставка лар инфляция ва ЯММинг ўсишидан кўра секинроқ кўтарилса, ва люта курси хатто пасайиши мумкин.

3. Ишсизлик даражаси

Бандлик омили иккита миқдор кўринишида кўрилиши мумкин: ишсизлик даражасида ёхуд унинг зидди бўлган кўрсаткичга — бандлик даражасида. Валюта курси ва ишсизлик даражаси ўртасида тескари боғлиқлик мавжуд:



Индустриал (саноатлашган) жиҳатдан ривожланган мамлакат лар учун тўлиқ бандликнинг макроиқтисодий аҳолига тахминан 6 фонзга тенг бўлган ишсизлик даражаси мувофиқ келади.

4. Инфляция

Нархлар даражаси ўзгаришларининг икки кўрсаткичи фарк ланади:

PPI (Producer Price index) - ишлаб чиқариш нархлари ўзгариши (саноат товарларининг улгуржи туркумлари учун). Бу инфляция нинг дастлабки аломати, чунки ишлаб чиқариш нархлари истемол нархларига кўшилади.

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

Инфляция аҳолига таъсир этувчи индикаторлардан бири муомаладаги пул массасининг ҳажми. Нархлар ўсиши сабабли бўлиб мизмат юзувчи бошқа бир муҳим кўрсаткич — давлат бюджетининг камомати (дефицити) миқдори. Бирок, бу кўрсаткич ажасан валюта курси ҳолатини узок муддатли таъсир учун кўлданади.

5. Тўлов баланс

Хоррождан келадиган тушумларнинг чет элга тўланадиган тўловлардан ортиқ бўлиши тўлов балансини муъбат (ижобий) саль

досини ташкил қилади ва миллий валюта курсини ўсишига олиб келади. Чет элга тўланадиган тўловларнинг тушумлардан ортик бўлиши тўлов балансини камомадини (манфий сальдо) ҳосил қилади ва миллий валюта курсини тушишига олиб келади.

6. Саноат ишлаб чиқариши индекси

Алмаштириш курси даражасига, худди ЯММ кўрсаткичи каби, саноатни ишлаб чиқариш ўзгариши бевосита таъсир кўрсатади. Фундаментал омиллар, одатда, кутилган таъсирни кўрсатади, аммо уларни қўллашда эҳтиёткорликка риоя этиш керак. Валюта дилери бу омиллардан ҳеч бирини тахмин қилинаётган валюта курси ўзгаришининг юз фоизлик кафолати сифатида қабул қилинмаслиги керак. Ҳақиқатда ҳар бир ҳолатда 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.

5.3.2 Техник таҳлил

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

Техник таҳлил — фундаментал таҳлилдан фаркли ўларок курс ҳаракатини ҳосил қилувчи сабабларни эмас, балки курснинг ўзини ҳаракатларини ўрганишга эътибор қаратувчи тадқиқотдир.

Техник таҳлил — бу бозор таҳлили соҳаси бўлиб, у бозорнинг хотирага эга эканлигини, курсни келажакдаги ҳаракатига унинг ўтмишдаги хулқ-атвориغا катта таъсир кўрсатишини эътироф этади, шу аснода техник таҳлил назарияси катта даражадаги олдиндан била олиш салоҳиятига эга.

Мазкур омилнинг изоҳи кишилар ва бозорнинг руҳиятида яширинган. Валютани сотиб олиш ва сотиш тўғрисидаги қарор қабул қилинишига таъсир этувчи фактларнинг таркибий 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, валюта курси ҳаракатига таъсири қудратлироқ бўлади.

Шундай қилиб, техник таҳлил қуйидаги уч фаразга асосланади:

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

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

Валюта курси ҳаракати тўлқинсимон тарзда кечади, кўтарилиш пасайиш билан алмашинади, чунки бозор валютани сотиб олувчи дилердан ва уни сотувчи дилердан иборат.

Одатга кўра, валюта курсининг ошишига умид қилувчи кишиларни «буқалар» деб, унинг пасайишига умидворларни эса «айиқлар» деб аташади. «Буқалар» ёки «айиқлар» устунлигига кўра техник таҳлилнинг муайян қонуниятлари ва фигуралари жамланади. Масалан, «каналлар», кўтарилувчи пасаювчи учбурчаклар, «бош ва елка» — **Head&Shoulders**, Элиот тўлкини ва ҳоказолар.

Техник таҳлилда, шунингдек, махсус ҳисобланадиган кўрсаткичлар, яъни валюта курсининг ҳаракатини хусусиятловчи ва уни истиқболдаги муомаласини башорат (тахмин) қилиш имконини берувчи осцилляторлар — *oscillators* қўлланади. Қуйидаги кўрсаткичлар уларнинг каторига тегишли:

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 кўрсаткичидир. У охириги миқдорларга яқинлашганда эҳтимолий кучланишли тренднинг алмашинуви эҳтимоли ҳиссасини кўрсатади.

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

$$\text{бу ерда } RSI = \frac{\text{«2» курслар учун ёпиқликларнинг ўртача қиймати}}{\text{«2» курслар учун ёпиқликларнинг ўртача қиймати + «1» курслар учун ёпиқликларнинг ўртача қиймати}}$$

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

5.3.3. Қутилмаган қисқа муддатли омиллар

Мазкур омиллар валюта курси ҳаракатининг динамикасига жиддий ўзгаришлар киритиши мумкин.

Уларга қуйидагилар кирази:

- 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 валютавий тажовуз (интервенция)лари.

Миллий валюта курсининг тушиши шароитларида Марказий банк уни қувватлаш 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 мамлакат Марказий банклари долларнинг асосий валюталарга нисбатан курсини қувватлаш учун валюта интервенцияларини ўтказишда келишиб ҳаракат қилиш тўғрисида битимга келдилар.

VI бoб. МУДДАТЛИ ВАЛЮТА ОПЕРАЦИЯЛАРИНИНГ АМАЛ ҚИЛИШ МЕХАНИЗМИ

6.1. Валюта бозорида форвард операциялари

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

6.1.1. 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 қуйидагича аниқ таъриф бериш мумкин.

Форвард валюта контракти, бу банк ва мижоз ўртасидаги кечиктирилмайдиган, бузилмас (бекор қилинмайдиган) ва мажбурий контракт;

– кўрсатилган хорижий валютанинг муайян миқдорини контракт тузилган пайтда қайд этилган қатъий алмаштириш курси бўйича сотиб олиш ёки сотиш контракти;

– контрактда кўрсатилган келгусидаги муайян вақтда валюта етказиб бериш ва унинг ҳақини тўлаш учун контракт.

Келтирилган таърифда аниқлаштиришни талаб этувчи бир қанча муҳим жиҳатлар мавжуд, яъни:

1) Бу бузилмайдиган (бекор қилинмайдиган) мажбурий контракт. Контракт тузилганидан сўнг мижоз ундан бош торта олмайди. Мижоз контрактда кўрсатилган хорижий валютани 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 ёҳуд муваққат опционли бўлиши мумкин.

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

Опционли форвард контракти мижознинг ихтиёрига кўра қуйидагича бажарилиши мумкин:

– контракт тузилган санадан бошлаб, бажарилишининг аниқ санасига қадар истаган вақтда;

– келажакдаги икки аниқ санаси ўртасидаги давр давомида.

Форвард валюта контракти, яъни қатъий белгилангани ҳам, муваққат опционли ҳам, тузилганидан сўнг мажбурий тус олади. Банк мижознинг унга риоя этишини талаб қилиши лозим, чунки акс ҳолда банк мижозининг форвард контрактини «ёпиши» ёҳуд муддатини чўзиши лозим бўлади.

Форвард операциялари валюта хатарларини суғурталаш учун кенг қўлланилади.

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

Форвард позицияларини қуйидаги жиҳатларига эътибор бориш керак:

а) Форвард сотуви. Келажакдаги 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.

б) Форвард хариди. 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

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 қийматига киритилган бўлади, деб ҳисоблаш нотўғридир.

6.2. Валюта бозорида форвард курсининг аниқлавиши

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

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

Умуман олганда чегирма ёки рағбат (мукофот) миқдори спот-курсига караганда нисбатан барқарорроқ. Шу боис банклараро бозорда муддатли битим курсини котировкалашда кўшимча рағбат ёхуд дисконт белгиланиб, улар бевосита котировкада тегишли равишда спот курсига кўшилади ёки ундан чегирилади. Валюталарнинг билвосита котировкасида дисконт спот курсига 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. Белгиланган 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 нисбатини ўзгаришига олиб келади ҳамда тегишли равишда фоиз ставкаларидаги манфий ёки мусбат фарқ нақдли курс учун чегирма ёки рағбатлар учун негиз бўлиб хизмат қилади.

Мавжуд қоидага 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»

хатарларида паст фоиз ставкали валютага ўша давр учун чегирма ёки дисконти билан котировкаланади.

Шунга асосланиб, 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 куйидаги тарзда ҳисобланади:

Pt (агар (+))- Dis (агар (-))

Spot курс x (котировка валютасининг % базавий валютанинг % x Кунлар сони)

360×100 (базавий валютанинг % x кунлар сони)

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

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

Bid Spot Bid * (Bid валюта %-%, Offer * кунлар сони

Форвард $360 \times 100 + (Bid \text{ базавий валюта } \% \times \text{ кунлар сони})$
пунктлари

Offer Spot Offer * (offer валюта %-%, Bid ба аз%) * кунлар сони

Форвард $360 \times 100 + (Bid \text{ базавий валюта } \% \times \text{ кунлар сони})$
пунктлари

Bid offer
Мисал: EUR - USD - 0.9850 - 0.9860

Доллар ва евро депозитлари бўйича фоизлардаги уч 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 котировкаловчи банк келгусида валютани етказиб бериш шартларида АҚШ долларига нисбатан базавий валютани со-тади.

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-атворида ва позициясига, контрашериқлар ўртасидаги ўзаро муносабатларга, бозор вазияти, битим суммаси ва бошқаларга боғлиқ.

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

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

– агар форвард пунктлари чандан ўннга камайиб борса (Bid томони Offer томонидан катта). Бу ҳолда форвард контрактини учун аутрайт курсини топшиш мақсадида форвард пунктлари спот курсидан чегириб ташланади.

Масалан, валюта дилери АҚШ долларининг олти ойлик курсини швейцария франкига котировкалаши лозим. АҚШ доллари

бўйича фоиз ставкалари швейцария франкига қараганда юқори эканлиги сабабли, доллар швейцария франкига чегирма билан котировкаланади. Дилер REUTERSнинг олти 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 ўнга камайиб борар экан, бу ҳолда улар «спот» курсидан чиқариб ташланиши керак бўлади:

USD/CHF спот	1.6572	/	1.6577
6 оил. форв. пунктлари	- 331		-328
6 оил. 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 миқдорга бошқа бир валюта бирлиги эвазига олишга интилади. Баъзан форвард пунктлари котировкасини ушбу шаклда кўриш мумкин: -5/+5 бу *наритет атрофида* (round par) тушунчасини англатади.

Агар икки валюта учун мазкур даврда 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

Шўнинг учун форвард курс кейинги муддат учун спот-курснинг коррективокиси (ўзгартмаси) бўлиб ҳисобланади.

$$X = \text{Спот-курс} + \frac{\text{Фоиз ставкаси (х)} \cdot \text{курслар соли}}{360 (\text{ёки } 365)} \cdot 100$$

$$Y = 1 + \frac{\text{Базавий валютада сироденомитлар бўйича фоиз ставкаси}}{360 (\text{ёки } 365)} \cdot 100$$

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

Лекин кўпинча шундай бўладики, мижоз 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 мижоз дилер (банк) билан опционли форвард контракти тузади, унда қатъий (чекланган) контрактдагидан фарқли ўлароқ, аниқ санани эмас, балки ўзига муайян миқдорда хорижий валюта керак бўлиши мумкин бўлган вақт оралигини кўрсатади.

Демак, вақтинчалик опционли форвард контрактининг вазифаси форвард валюта контрактини янгилаш заруратидан қочиш 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 қоплаши мумкин.

Мижоз томонидан ўз банки билан вақтинчалик опционли форвард контракти тузилганида, банк котировка қиладиган харид ёки сотувнинг курсини белгилаши 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 сотмоқчи. 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 мижоз

$100,000 / 1.61152 = 161,152$ USD олади.

6.2.1. Валютанинг форвард котировкаси

	Рағбат	Дисконт
Банкнинг ларид курси	Опцион даврининг охирги кундаги курс	Опцион даврининг биринчи кундаги курс
Банкнинг сотиш курси	Опцион даврининг биринчи кундаги курс	Опцион даврининг охирги кундаги курс

Рағбат мавжуд бўлган контрактга мисол:

Мижоз валюта дилери (банк)дан немис экспортчисига товарга ҳақ тўлаш учун 15 апрел ва 15 май орасидаги бирор кунда АҚШ долларига 1.000.000, евро сотишни сўрайди. Спот-курс 15 февралда (мижоз контракт тузишни хоҳлаган кунда) 1.1278 / 82 ни ташкил этади:

Икки ойлик рағбат 0.0035/36

Уч ойлик рағбат 0.0051/53

Мижоз евро сотиб олиб, банкка АҚШ доллари сотиш истагида бўлганлиги боис биз Bid томонига эга бўламиз. Банк опцион даврининг биринчи кун курсини котировкалайти.

$1.1278 + 0.0035 = 1.1313$, мижоз 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 охириги мисолимизда евро учун рағбат бўлиб ҳисобланган форвард пунктлари АҚШ долларига нисбатан дисконт бўлади.

6.3. Валюта бозоридаги форвард битимлари турлари ва уларнинг ҳисобини юритиш

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

Фараз қилайлик, Ўзбекистонлик импортчи импорт қилинган товар учун уч ойдан кейин ҳақ тўлаши керак. Дейлик, тўлов 1.000.000 долларда ифодаланган. Евронинг АҚШ долларига нисба-

тан курси жорий бозорда бир -евро учун 0,9750 долларни ташкил этади. Бинобарин, агар импортчи агар хоҳласа, дарҳол 1 млн. евро 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 мумкин: ё кўтарилади, ё пасаяди. Агар бозорда курс 0,9650 га тушса, бу ҳолда импортчи евро хариди учун энди камроқ доллар сарфлайди. Агар курс 0,9900 гача кўтарилса, табиийки, импортчи евро хариди учун кўпроқ доллар тўлашига тўғри келади. Валюта курсидаги бундай салбий вазиятлардан сақланиш учун импортчилар ва экспортчилар 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 сўғурталайди. Шу билан бирга улар келгусидаги фаолият ҳисоб-китоби учун зарур негизни яратиш имкониятини беради. Хориждан бутловчи ашёларни импорт қилувчи ишлаб чиқариш корхоналари ёки хорижий валютага товар сотувчи маҳсулот экспортчилари бунга мисол бўла оладилар.

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

– Хорижий валютада амалга ошириладиган барча инвестициялар ва қимматли қоғозлар, пул бозоридаги депозитлар ва бериладиган кредитлар, бевосита инвестициялар ва ҳоказолар хорижий валютадаги активларни ифодалайди. Валюта хатари бу вазиятда мазкур актив валютасининг форвард сотуви билан сўғурталанган 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 ижроси санасидаги спот курсининг қулай ўзгариши ҳолатларида форварддан кўра фойдалироқ битимни амалга ошириш имконияти йўқолади.

Форвард битимлари, валюта хатарини сўғурталашдан ташқари, шунингдек, узок муддатли чайқовчилик позициясини очиш воси-

таси сифатида ҳам қўлланади. Бу ҳолатда форвард валюта позицияси жорий валюта курсининг ижобий ўзгаришидан форвард позицияси муддати давомида фойда олиш учун қўлланади. Бунда форвард битими тўлов кунда тузилган қарама-қарши спот битим билан ёки дастлабки форвард контрактга тенг бўлган қисқа муддатга тузилган тескари форвард битими билан компенсация қилинади ёхуд қопланади.

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

Мисол:

USD га нисбатан 22/03/2006да 100.000 EUR сотувчи амалга оширилди, валюталаш санаси уч ойдан кейин, яъни 22/06/2006. 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 қуйидаги проводка (ўтказма)лар амалга оширилади:

1 Дебет	Форвард хариди счёти	USD - 97.114
Кредит	Котречёт	
2 Дебет	Форвард сотуви счёти	EUR - 100.000
Кредит	Котречёт	
3 Дебет	Сўмнинг форвард сотуви счёти (USDга нисбатан)	(97.114* алмашув курси USD/US)
Кредит	Котречёт	
4 Дебет	Сўмнинг форвард хариди счёти (EURга нисбатан)	(100.000* алмаштириш курси EUR/US)
Кредит	Котречёт	

Валюталаш санасида 22/06/2006 да ҳар бир счёт бўйича тескари проводкалар ўтказилади ва энди баланс счётларида-кейинги проводкалар:

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

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

1. Қайта нархлаш курси бўйича (МБ расмий курси) ҳар бир валютага онд 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 битимлар 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 девальвациялашда қайта нархлашдан реализация қилинмаган зарарлар.

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

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

Кредит. Банк даромадлари

6.4. Валюта бозорида «своп» битимлари

Валюта хатарларини суғурталашда «своп» битими анча кенг тарқалган.

Бу турдаги битимлар тўғрисида ўрта асрларданок маълум бўлган, ўшанда италиялик банкирлар векселлар билан операциялар ўтказиб уларни сотиб олиб, дарҳол муайян муддатга сотиб юборишарди. Кейинроқ булар рапорт ва депорт операциялари шаклида ривожланиб кетди. Репорт - ўзаро боғлиқ икки операциянинг бирикмаси: хорижий валютани нақд сотиш ва уни муддатли сотиб олиш. Репорт - ҳудди ўша битимларнинг тескари тартибдаги бирикувчи: 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 коэффициентини ёмонлаштирар ва қўшимча 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 кундаги амалиётда 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 эса свопнинг 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 билан боғлиқ хатарсиз зарур валюта билан вақтинчалик таъминлайди.

Валюта свопларини уч турга бўлиш мумкин:

1. Стандарт своплар (спотдан). Агар банк биринчи битимни спотда амалга оширса, унга тескарисини эса форвард шартларида, мисол учун ҳафталик муддатлисида бажарилади. Бундай своп «спот-уик» (S/v swap) деб аталади.

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

Модомики, «своп» стандарт битими икки битимдан таркиб топар экан - бири спотда, бошқаси эса форвардда, улар бир вақтнинг ўзида банк корреспондент билан тузилади, ўз курсларида умумий спот-курсга эга бўладилар. Бу икки битим учун курслардаги фарқ фақат иккинчи форвард битимида ҳисобга олинмайдиган аниқ бир даврдаги форвард пунктларидан иборат. Айнан улар мазкур давр учун своп котировкаси бўлади (уларнинг номи шундан келиб чиққан: своп-пунктлар -Swap points, swap rate). Шу аснода свопни котировкалашда дисконт ёки рағбат фақат икки томонлама котировка шаклидаги, тегишли давр учун форвард своп-пунктларини (дисконт ёки рағбат) котировкалаш кифоя.

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

Мазкур котировка шуни англатадики, банк Bid томони бўйича форвард шартларида (своп тугаши санасида -maturity) базавий валютани (EVR) сотиб олиб, уни Offer спот курси томонидан спот шартларида сотадиган курсни котировкалайди. Ва аксинча, Offer томонидан котировкаловчи банк своп тугаши санасида базавий валютани сотишни амалга оширади, Bid томонида спот санасида етказиб бериш шартларида спот битимлари бўйича жорий курсда сотиб олади.

6.4.1. Қисқа своплар бўйича курслар (спотгача)

Спотгача своп бўйича курслар мувофиқ даврлар учун (овернайт – о/п, том-нект – т/п) 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 қилиш қондаларига мувофиқ ҳолда тузилади.

Агар форвард пунктлари чапдан ўнгга ўсиб борса (базавий 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 курсдан 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 шароитларида Швейцария 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 бозорда қуйидаги вазият юзага келади.

	BID	ASK
Спот курс USD/SFR	1,7280 /	1,7285
Tom-next Swap	-2 /	-1

Курс

tom etказиб беришли USD/SFR 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 томонининг харид курси), 10 май 2006 йил валюталаш санасида 1,7285 курси бўйича харид.

Гарчи валюта хатари умуман олганда форвард операциялари воситасида суғурталанса-да, улар нотўловлик (дефолт) хатаридан ҳимоялай олмайди. Айнан шу боис банклар шерикларини тахлил 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 балансидан ташқари счётларда акс эттирилади. Своп ва форвард операциялари бозорларининг кўлами кенг. Операциялар амалга ошириладиган суммалар тижорий фаолиятда 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 бошқаларнинг бошидан ўтган хатони унутиш керак эмас.

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

6.5. Валюта бозоридаги опционлар

XX асрнинг 70-йилларида сузувчи валюта курсларига ўтилиши билан Бреттон-Вудс битимига аъзо мамлакатларнинг марказий банклари, эндиликда алмаштирув курсларини келишувда белгиланган тор доира чегарасида ушлаб туришга мажбур бўлмай қолдилар. Халқаро тўлов бланкалари беқарорлиги, айниқса капиталларнинг давлатлар чегаралари орқали ҳаракати эркинлаштирилгандан кейин алмаштириш курслари беқарорлиги кучайишига олиб келди. Булар барчаси валюта хатарини нейтраллаштириш заруриятини белгилаб берди.

80-йилларда валюта опционлари бозорининг ривожланиши алмаштириш 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 хатарининг тўлиқ суғуртасини таъминлашни 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 ҳолатда вазиятдан фойдаланиш имконини бермайди. Форвард контрактлардан фарқли равишда опционлар харидор учун мажбурий хусусиятга эга эмас. Улар келишилган курс (страйк нархи) бўйича муайян санада ёхуд опционнинг амал қилиш муддати тугаганига қадар ҳоҳлаган кунда муайян миқдордаги хорижий валютани сотиб олиш ёки сотиш ҳуқуқини беради, аммо мажбуриятини эмас.

Дастлаб опционлар валюта биржаларида қўллана бошлади ва худди бошқа барча биржавий 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.

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

Уларнинг жиддий устуворлиги харидорларнинг ижро санаси ва нархи борасидаги, шунингдек, битим суммасига тегишли талабларига нисбатан мослашувчанлигида акс этган. Шу муносабат билан биржадан ташқари опционлар банк хизматлари бозорида кенгрок оммавийлик касб этиб 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 хар қандай кунда ижро этиладиган опцион эса америкача дейилади. Бундай опцион бўйича битимни амалга ошириш ҳуқуқидан 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 юклайди:

- «кол» опцион сотувда 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» опционнинг вақтинчалик қиймати билан агар 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, «пут опционнинг қиймати» 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 мақсадга мувофиқ келганида опцион ички қийматга эга бўлади.

Агар опционнинг страйк нархи мазкур валютанинг спот курсидан кўра фойдалироқ бўлса, опцион «пул ичида» (*in-the-money*)

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

Бинобарин, «пул ичида» опцион 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 out-of-the-money опцион (яъни страйк нархи «кол» опцион жорий спот-курсдан юқори ёки страйк нархли «пут» опцион жорий спот курсдан паст) амал қилиш муддати тугашига **in-the-money** опционига айланиши мумкинлиги (яъни, харидор учун фойдали бўлиши), шунингдек, **in-the-money** опцион амал қилиш муддати тугаши вақтида харидор учун фойдали бўлиши), шунингдек, **in-the-money** опцион амал қилиш муддати тугаши вақтида харидор учун янада фойдалироқ бўлиши ва сотувчи учун янада кам фойдали бўлиши мумкинлиги имконини акс эттиради. Опцион фойдали бўлиши мумкинлиги эҳтимоли 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 қанчалик катта бўлса, опционнинг бозор нархи харидор 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 олиннадиган эҳтимолдаги фойда худди шу муддатга алтернатив маблағ кўйишдан келадиган даромадга мувофиқ келиши лозим. Ҳар қандай жиддий оқиш чайқовчилик имқоияти сифатида дарҳол қўлланади. Бундай механизм форвард операцияларида кўрилади. Шу тарзда, агар сотиб олиннадиган валютанинг фоиз кўшилмаси сотиладиган валютаникидагидан паст бўлса, «кол» опцион учун рағбат камаяди. Бу шу билан изоҳланадики, опцион харидори маз-

кур валютага бевосита кўйилмалардан келадиган фоиз даромадини олиш имкониятидан маҳрум бўлади.

Мос равишда, «пут» опцион рағбати фоиз кўшилмаларидаги ижобий фарқлар ўсиши билан, яъни харидор томонидан сотиладиган валюта «пут» опционнинг фоиз кўшилма (ставка)си ўсиши билан ёхуд «пут» опцион харидори томонидан олинладиган валюта бўйича фоиз кўшилмаси камайиши билан ортиб боради. Мазкур ҳолатда опцион сотувчиси рағбатни кўпайтириб, опционнинг амал қилиш муддатига мўлжалланган, паст фоиз ставкали кўйилмадан олинмай қолган фарқни компенсациялайди;

3. 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 кўриш эҳтимоли кўпроқ бўлади. Бу омил тегишли равишдаги юқори рағбатда акс этади. Барқарорроқ бўлган валюталар опционларига бир қадар беқарор алмаштириш курсига эга бўлган валюталар опционларга қараганда кичикроқ рағбат тўлови талаб этилади. Опцион нарҳини ҳисоблаб чиқаришда турли математик моделлар кўлланиб, улар одатда бир хил натижа беради. Улар сирасига Black & Scholes моделини Garman – Kholhagin, кокс (cox) модели ва бошқаларни киритиш мумкин.

Опцион қийматини белгиловчи омиллар:

<i>Омил</i>	<i>Кол</i>	<i>Пут</i>
Валюта бозор курсининг ўсиши	↑	↓
Юқори страйк нархи	↓	↑
Муддат тугашигача узоқ давр	↑	↑
Муқобил валюта фоиз ставкасининг ўсиши	↑	↓
Хорижий валюта (опцион валютаси) фоиз ставкасининг ўсиши	↑	↑
Валюта курси беқарорлигининг ўсиши		

4. 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 йжро этилиши муддати тугаган санада амал қилади. Шу сабабли америка опциони

хар доим европа опционидан юқори (ёки паст бўлмаган) котировкаланади.

Валюта опционлари учун рағбат страйк нархига нисбатан фозиларда, ёхуд опцион валютаси миқдорида (мисол учун хар бир евро учун центларда) ифодаланиши мумкин.

Опцион қуйидагича тарзда котировкаланади:

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

«Пут» опционга рағбат = 3,2944 %
= 0,05994 DEM хар бир USD учун

«Пут» ва «кол» опционларнинг бир вақтидаги хариди ва сотувини бириктириш (комбинациялаш) воситасида хеджер учун йўл қўйиладиган оралик (диапазон)да валюта курси тебранишларини чекловчи йўлакни аниқлаб, келгусидаги алмаштириш курси ўзгаришлари хатарини хеджерлаш мумкин.

6.5.1. Опцион йўлак яратиш орқали хеджерлаш

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» страйк нархни белгилаб, ўз банкдан «кол» опционни сотиб олиш мумкин. Бир вақтнинг ўзида у «пут» опционни пастроқ даражада сотиб, бунинг учун рағбат олиши. ва шу тариқа, сотиб олинган «кол» опцион учун тўланган рағбатни компенсация қила олади.

Фараз қилайлик, хеджер АҚШ долларига нисбатан 1,0850 даражада евро харид қилиш учун «кол» опционни сотиб олишга қарор қилади. Бу опцион учун тўланган рағбатнинг бир қисмини компенсациялаш учун, хеджер «пут» опционни 1,0750 даражада сотиш тўғрисида қарор қабул қилади.

Қуйидаги ҳолларда спот-курс кол опционнинг страйк нархидан юқори 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 юқори бўлган ҳолда бу курсда ҳар икки опцион Out-of-money бўлади ва табиийки ижросиз кечади. Валюта хариди хеджер томонидан спот бозорида амалга оширилади.

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

1. Хеджер валютани «пут» опционнинг страйк нархи бўйича сотиб олишга мажбур;

2. «кол» опцион ижросиз кечади, чунки бундай курсда у «opt-of-the-money» га айланади. Куш 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.

VII боб. БИРЖАДАН ТАШҚАРИ САВДОНИНГ БОШҚА ТУРЛАРИ

7.1. Фоиз ставкаси билан бажариладиган форвард операцияси (FRA)

Пул бозоридаги форвард операциялари, одатда, пул ресурслари қиймати ўзгаришларини, яъни улар бўйича фоиз қўшилмаларининг нохуш томонга ўзгариши хатаридан суғурталаш учун амалга оширилади. Ушбу битимлар воситасида қарз олувчи ўзига қарз олишнинг максимал ставкасини таъминлаб олиши (ўзини фоиз қўшилмаси олишидан суғурталаши) мумкин. Сармоядор (инвестор) эса-бозордаги фоиз қўшилмалари ўзгаришидан қатъий 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 (forward rate agreement) ни ҳамда иктисодий мамлакатларда кенг тарқалган ва Ўзбекистонда ҳам тараққий этиши мумкин бўлган пул бозоридаги «своп» операцияларини кўриб чиқамиз.

7.1.1. FRA битимлар моҳияти

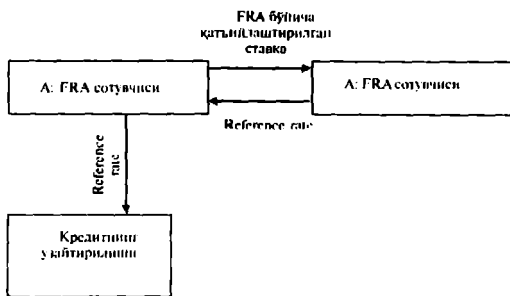
FRA - қисқа муддатли фоиз ставкаларининг биржадан ташқари форвард олди-сотдисининг кўпроқ тарқалган воситаси. Бу битим воситасида фоиз ставкаси битим тузилган вақтда келгусидаги муайян даврга қатъийлаштириб (чеклаб) қўйилади.

FRA – биржадан ташқари восита бўлиб, миқдорнинг махсус талабларига тўлиқ жавоб бериши мумкин: битимнинг суммаси, валютаси ва саналари миқдор томонидан эркин танлаб олиниши мумкин. FRA нинг иккиламчи бозори мавжуд эмас, чунки стандартлаштирилмаган воситага (биржага тегишлисидан фаркли равишда) нисбатан айнан бир хил талабли миқдорни топиш мумкин эмас. Бинобарин, мазкур битим натижасида очилган позиция унинг дастлабки иштирокчилари томонидан ёпилиши лозим.

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

Мисол: дейлик, банкнинг миждози уч ойдан кейин ўзига олти ой муддатли кредит зарур бўлишини билади. Бундай ҳолат баҳорда уруғ экиш харажатлари учун қандай ставка бўйича кредит олиши мумкинлигини қишдаёқ билишни хоҳловчи ва шу ҳисоб-китоб билан ўз маҳсулотини сотадиган фермерга нисбатан қўлланиши мумкин. У фоиз ставкасини қатъийлаштириб қўйишни сўраб банкка мурожаат этиши мумкин.

Диаграмма FRA харидори ва сотувчиси ўртасидаги муносабатларни кўрсатади



7.1-расм.

FRA қуйидаги имкониятларни беради:

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

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

FRA нинг одатдаги форвард депозитларидан фарқланувчи 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 қиёсий (reference) сузувчи ставкадан кўра 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 қатъий фоиз ставкасига келтирилишини кафолатлайди.

7.1.2. FRA нархларини белгилаш

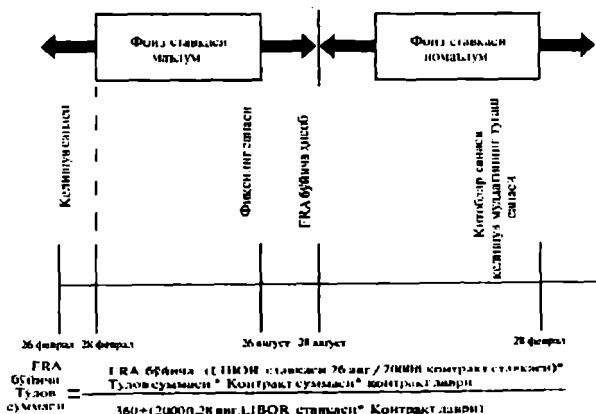
Республикамиздаги кўплаб ташқи иктисодий фаолият иштирокчилари хорижий сармоядорлар томонидан тақдим этиладиган муайян лойиҳалар учун кредит оладилар. Кўп ҳолларда бундай кредитлар сузувчи фоиз ставкаси билан тақдим этилади. Одатда у ҳар олти (баъзан уч) ойда қайта кўриб чиқилади ва LIBOR ставкаси + маржага бириктириб кўйилади. Хатар учун кўшимча тўлов сифатида миждоз ҳамда лойиҳанинг кафолат мавжудлиги, уни сифати ва ҳоказоларнинг ишончлилигига боғлиқ равишда қайд этилади. Кредитор, шу аснода ўзига фойда меъёрини шу вазиятда ҳам бозорниқидан юқорисини кафолатлайди. Ссуда капитали Евробозори анчайин ҳаракатчан бўлиб, келгусида қарз олувчи миждоз учун фоиз ставкалари ошиши хатари мавжуд. Фараз қилайлик, кредит бир йил муддатли, фоиз ставкаси олти ойдан кейин кўриб чиқиладиган лойиҳа учун тақдим этилди.

Фоиз ставкаси олти ойлик LIBOR ставкаси + қатъий маржага тенг. Шундай қилиб, қарз олувчи кейинги олти ойда ўзи қандай фоиз ставкаси тўлаши лозимлигини билмайди. Миждоз ўз банқидан FRA битими тузишни ва шу бугуноқ ушбу ставкани қайд этиб бозорда амалга оширишни асосий қийинчилиги Ўзбекистон пул бозори ҳозирда талаб даражасида ривожланмаганлиги билан боғлиқ, шунинг учун миллий банқлар халқаро банқлараро бозорга чиқишга мажбур бўлади. Бундай турдаги банқлараро битимларни амалга ошириш банқлараро депозит кўринишида муайян суммадаги гаров киритиладиган операциялар бўйича кредит линиялари очишни кўзда тутлади.

Фараз қилайлик, РЕЙТЕР мониторида биз 6,88/6,90га тенг бўлган, ўн икки ойга қарши олти ойлик FRA ставкасини кўрамиз. Қарз олувчи, кредит олинган вақт учун фоиз ставкасини, масалан 2006 йил 28 февралдаги, икки кун аввалгисини ҳам билади. Аммо у олти ойдан кейин қандай бўлишини билмайди (7.2-расм).

2006 йил 26 февралда LIBOR «спот» санасидан бошлаб олти ойга қатъийлаштириб қўйилди. Бинобарин, фиксингнинг кейинги санаси 2006 йил 26 августда бўлди. Кейинги ставка қандай бўлишини қарз олувчи ҳозирча билмайди, аммо FRA 6x12 контрактни харид қилиб, 6,90% ставкада «муस्ताҳкамланиб» 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 мувофиқ жорий LIBOR ставкаси ва контракт бўйича ставка ўртасидаги суммани ташкил этувчи ҳисоб-китоб суммаси қуйидаги формула бўйича контракт чиқарилади:



7.2-расм.

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

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

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

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

$$\text{Кредит нархи} = \frac{1,000,000 * 7,90 * 183}{360 * 100} = \text{USD } 4,887,07$$

$$\text{FRAдан олинган фойда} = \text{USD } 4,887,07$$

$$\text{FRA дан олинган фойда} = \frac{\text{USD } 1,000,000 * 6,90 * 183}{360 * 100} = \text{USD } 35,075,00$$

НЕТТО ҚИЙМАТ USD 35,075.00.

Кредит бозор яъни 7,90% бўйича пролонгация қилинади (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:

$$\text{Контракт ставкаси бўйича фоиз харажатлари кредит фоизлари} = \frac{\text{USD } 100,000 * 6,90 * 183}{360 * 100} + \text{USD } 35,075,00$$

FRA контракти нархи қай тарзда белгиланишини кўриб чиқамиз.

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

Қиймат

Қиймат

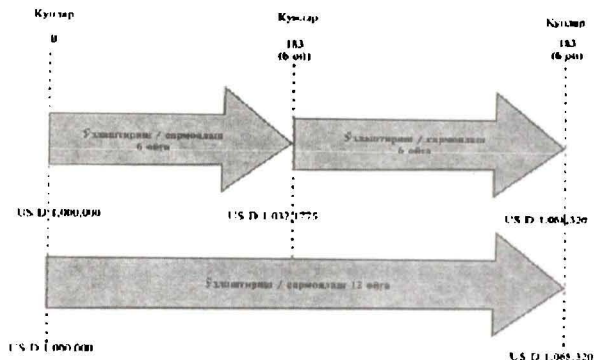
Қиймат

Ўзлаштиришга оид/Инвестициялаш
қарз оид/кредитга оид
6 ойга

+Ўзлаштиришга оид/Инвестициялаш
= 6 ойга 6 ойдан кейин (6 x 12)

Жорий LIBOR, 6 ойга + 6,33%

Жорий LIBOR, 12 ойга + 6,72%



7.3 -расм

Бундан:

$$\text{Кредит қарз суммаси} \left[1 + \frac{6,33 \text{ ой}}{12 \text{ ой} * 100} \right] * \left[1 - \frac{\% \text{ ставка } (6 \times 12) * 6 \text{ ой}}{12 \text{ ой} * 100} \right]$$

Бундан:

$$\text{Кредит қарз суммаси} * \left[1 + \frac{(6,72) * 12 \text{ ой}}{12 \text{ ой} * 100} \right]$$

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

$$\text{FRA Ставкаси} = \frac{(1 + R_s * D_s / \text{year})}{1 + R_s * D_s / \text{year}} - 1 * \frac{\text{Year}}{D_s D_s}$$

бунда:

RL - узун давр учун фоиз ставкаси;

DL - узун даврдаги 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:

$$\text{FRA Ставкаси} = \frac{(1+0.0672 \cdot 366/360)}{1+0.0633 \cdot 183/360} - 1 \cdot \frac{360}{183}$$

(6x12)

Бозорда FRA контракти учун комисион ҳақ олиш, одатда, амал қилмайди, шу боис банклар фойда олиш учун Bid (харид) ва ASK (сотув) томонларини котировка қиладилар, мисол учун 6,88/6,90. Спред миқдори (харид ва сотув нархи ўртасидаги фарқ) контракт суммасига, котировкаловчи банкнинг форвард позициясига, мазкур миқдор билан муносабатлар ва бозор шарт-шароитларига (яъни бозор ликвидлигига) боғлиқ.

Ўзбекистон банклари бозорга чиқишда дастлабки вақтларда бошқа Ғарб банклари билан тенг ҳуқуқларда минимал спред ололмасликлари тушунарли албатта. Аммо бу бизни ривожланган пул бозорларида кенг қўлланадиган хеджерлаш воситаларини ўрганишдан тўхтамаслиги керак. Жаҳон ҳўжалигига тўлиқ интеграциялангандан сўнг бизнинг давлатимизда қатъий валюталардаги операциялар ҳажми ҳам ўсади. Бу умуман хорижий мамлакатлар билан савдо-сотиқ қилиш каби шубҳасиз ҳол. Банклар табиийки рақобатчилик шароитларида ўз миқозларини ва ўз миқозлари учун, шунингдек, ўз хусусий экспозицияларини хатардан хеджерлаш учун хеджер шугулланишлари лозим бўлади. Юкорида кўриб чиқилган мисоллардан қуйидагилар келиб чиқади:

FRA контракти хариди фоиз ставкалари учун FRA даражасидан юкори кўтарилишидан сугурталайди ва қарз олувчи томонидан фойдаланилади.

FRA контракти сотувчи фоиз ставкаларини FRA даражасидан паст тушишидан сугурталайди ва сармоядор томонидан фойдаланилади.

FRA нинг асосий 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 бошка барча *Five hedging* контрактлар каби жорий бозор вазиятларидан тахмин қилинмайди, балки ҳисоб-китобли саналади. Шу сабабли рэйдер FRA контрактини сотиб олишга қарор қилади. Агар унинг мамлакатда фоиз ставкалари ўсиши ҳақидаги тахмини ўзини окласа, бу ҳолда у контракт суммасига фоиз ставкалари фарқи кўринишида фойда олиши мумкин.

Ўзбекистон шароитлари учун, 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 фовард битимларини қўллаш мумкин.

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

Мисол: Фараз қилайлик, феврал ойида қишлоқ хўжалик компаниясининг молиявий менежери унга апрел ойига келиб уруғлик учун 50.000.000 сўм талаб этилишини билади. У шунингдек, экиш вақтида фоиз ставкалари ўсишини ҳам тахмин қилади, чунки бу даврда одатда кредиторларга талаб юқори бўлади. Кредитни у октябр ойида ҳосилни сотганидан кейингина сўндира олади. Демак, у ўзига уч ойдан кейин олти ойлик муддатга кредит билан таъминлашни сўраб банкка муурожаат этади (3х9).

Банк томонидан февралда берилган уч ойлик бўйича фоиз ставкаси 25% даражасида тўққиз ойлик ДҚМга инвестициялар 18% даражасида бўлган. Банк кафолат ёки сугурта полиси мавжуд бўлганда мижоз хатари учун 6% қўшиб, 24% тўққиз ойлик ставкани ҳисобга олиши мумкин. Уч ойга кредит тақдим этган банк қуйидаги 3Х9 ой ставкани котировкалайди:

$$\text{Ставка } 3\text{х}9 \text{ ой} = \left[\frac{1+0,24*270/360}{1+0,25*90/360} - 1 \right] \times \frac{360}{180} = 22,12 \%$$

Ҳисоб-китоблардан кўринадики, банк мазкур шарт-шароитларда олти ойдан кейинги олти ойлик кредитни 23% котировкалаб, ўз фойдасини меъёрини олиши мумкин.

Ушбу ставка бозорникидан паст бўлади, аммо бу банкнинг ўз даромад меъёрини ошиши ва шу билан бир вақтда миждознинг қиммат бўлмаган кредитга талабини кондириш учун кифоя қилади. Шу тарзда миждоз ўзини эҳтимолдаги фоиз ставкаси кўтарилишидан хеджерлайди, бундан ташқари буни у бозор курсидан кўра қулайроқ даражада амалга оширди.

Бошқа мисол: Банк миждозга, 10 сентябр кунида унинг ҳисоб варагига сотилган маҳсулот тушуми келиб тушиши июн ойидаёқ маълум. Бу маблағлар унга 10 декабрга қадар керак бўлмайди. У ушбу суммани банкда депозитга қўйишни истайди, тахмин қилинаётган маълумотларга кўра инфляция уч ойдан кейин пасаяди. Шунинг учун, қайта молиялаш ставкалари пасайиши ва бунинг натижаси ўлароқ умуман банк фоиз ставкаларини пасайиши кўзда тутилади. Дейлик, банкда ресурслар мавжуд бўлиб, уни 20% ставкада уч ойга олган. У буларни июн ойидан декабрга қадар 24% ставка бўйича жойлаштиради:

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

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

7.2. 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 алмаштируви юз беради (худди LIBOR каби «reference rate»га асосланган)-купонли своп.

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

Фоизли своплар фоизли хатар экспозицисидан суғурталаниш имконини беради. Фоизли своплар савдоси ОТСда, яъни биржадан ташқари бозорда юз беради. Мижоз битим амал қилишининг бошланишини, шунингдек, битимнинг муддати ва суммасини эркин белгилашга ҳақли.

Лекин своплар билан FRA ўртасида муҳим тафовутлар бор:

➤ одатда фоизли своп битим тузилганидан кейинги иккинчи иш куниди 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 2000 йилда бўлса, сузувчи фоиз ставкаси бир ойлик LIBORга тенг, бу ҳолда сузувчи фоизнинг биринчи тўлови 2000 йил 8 ноябрда амалга оширилади.

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

Агар сузувчи ва қатъий фоиз ставкалари бўйича тўлов саналари мос келса, ҳисоб-китоблар неттиг тўлови шаклида, яъни кичик фоиз ставкаси тўловчиси фойдасига фоиз ставкалари фарқига 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 ҳудди шундай муддатга молиялашга фойдаланилади. Агар фоиз хатари хеджерланмаса, LIBOR қиймати берилган кредитнинг қатъий ставкасидан -3%га ўзгариши билан банк зарар кўради.

Бу ҳолда фоиз хатари фоизли свопни амалга ошириш йўли билан қопланиши мумкин, унга кўра банк фоизнинг қатъий ставкасини тўлайди ва унинг сузувчи ставкасини олади.

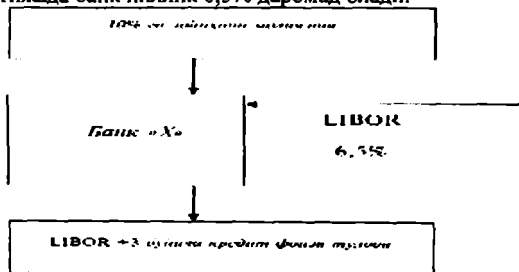
Айтайлик, банк своп бўйича 6,5% қатъий фоиз ставкасини тўлайди. Бу ҳолда у қатъий фоиз ставкаси бўйича лойиҳа учун йиллик 10% кредит беришга қарор қилади.

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 тўлайди ва «своп» битими бўйича LIBOR ставкасида тўлов олади.

Натижада банк йиллик 0,5% даромад олади:



7.4-расм.

Масалан, банк 3 ойлик LIBORга асосланган ставка бўйича 10 000 000, 00 долларлик кредит берди ва ўзини фоиз ставкалари пасайишидан сугурталашни истади. Чунки АҚШ доллари бўйича қисқа муддатли фоиз ставкалари пасайишини кўзда тутуди. Банк «своп»ни амалга оширади, унга кўра 6% қатъий ставкасини олади ва йил давомида бутун суммага LIBOR ставка тўлайди. (7.2-жадвал)

7.1-жадвал

Кредит бўйича	+LIBOR
Своп бўйича	- LIBOR

7.2 -жадвал

Бозор ставкалари	3 ойлик LIBOR 6,3%	3 ойлик LIBOR 6,8%	3 ойлик LIBOR 5,5%	3 ойлик LIBOR 5%
Сана	0 +6,3%	3 ойлик +6,8%	6 ойлик +5,5%	9 ойлик +5%
СВОП	+6,3%+6%= 0,3%	+6,8%+6%= 0,3%	+5,5%+6%= 0,3%	+5%=6%= 0,3%

Мазкур ҳолатда своп 6% фойда олишни кафолатлайди. Шу билан бирга хеджерлашнинг мазкур тури опционлардан фарқи равишда шериклар ўртасида фоиз ставкалари фаркига ҳисоб китобларни албатта бажаришни кўзда тутлади.

7.3. Фоиз ставкалари опционлари

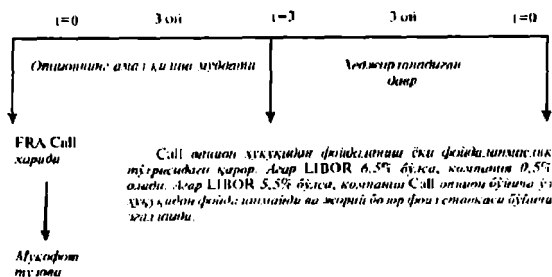
Халқаро молия бозорларидаги кучайиб бораётган беқарорлик компаниялар генституционал инвесторлар (сармоядорлар) ҳамда молиявий институтлар учун иш жараёнлари ўзгаришига имкон берди ва хатарни англашнинг янги даражасига олиб келди. Фоиз даражалари беқарорлигининг юқори даражаси фоиз хатарининг янада сифатлироқ қопланишини талаб этади. Фоиз хатарини қоплашнинг услубларидан бири FRA ҳисобланади, аммо уни эътиборлилари каторига киритиб бўлмайди. Бу шу билан изоҳланадики, уни хатар хеджирланиши билан қўллаганда, имкон бўлганда, бозорда юзага келиши мумкин бўлган эътиборлироқ фоиз ставкасидан фойдаланиш имконияти йўқолади. Бундай имкониятни фоиз ставкалари опционлари беради. Опционлар савдоси ташкиллаштирилган банкларда ҳамда бир қадар муҳим резерв валюталар бўйича банклараро (биржадан ташқари over the counter) бозорида ҳам 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 Gkarranty) қарз олувчилар ёки кредиторлар опционли деб аталади. У ўзида FRA битилиш харид қилиш ёки сотиш опционини ифодалайди. IRG ни ижро этишда томонлар бошланғич

вақтданок FRA кол опционини сотиб олиш билан қарз олувчи келгусидаги фоиз ставкалари опционидан сугурталанади. FRA пут опционини сотиш билан инвестор келгусидаги фоиз ставкалари пайсишидан сугурталанади.

Шу тахлит компания муайян фоиз ставкаси, масалан 6% йиллик 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:



7.5-расм.

Рағбат тўлови IRG бўйича тўланадиган рағбат жорий ёки йиллик базис пунктларида котировкаланиши мумкин. Бунда 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 пунктини, контракт эса 10.000.000 EURни ташкил этса, бу ҳолда умумий рағбат тўлови $0,25/100 \cdot 10\,000\,000 = 25\,000$ EUR 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 пунктини ташкил қилса, кўрилатган давр 184 кунга тенг бўлса, бу ҳолда рағбат тўлови куйидаги тарзда ҳисоблаб чиқарилиши мумкин:

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

Рағбатини турли услубларда ҳисоблаб чиқариш натижалари аниқ котировкалашнинг аҳамиятини кўрсатди.

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

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 (тенг) 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 опционни ижро нархи ва LIBOR ставкаси ўртасидаги фарққа эквивалент суммани харидорга сотади. Опционнинг келишилган шартларига мувофиқ тўлов FRA даври яқунланиши билан ёхуд дисконт асосида LIBOR ставкаси бўйича тўлик амалга оширилиши мумкин.

Мисол учун, 2005 йилнинг 23 январида «А» компаниясининг молиявий бошқарувчиси 7,50% фоизда 10 млн GBR миқдоридagi ссудани 2005 йил 23 июлдан бошлаб 6 ой муддатга олиш истагида бўлган. Бу фақат бир кунда – 2005 йилнинг 23 июлида ижро этиладиган европача турдаги опцион. Опцион ижросидан кейинги бўладиган нақдли номинал битим 2006 йил 23 январда яқунланган. 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 кунида (2000 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 (2005 йил 23 июлдан 2001 йил 21 январгача) 10 млн фунт стерлингдан 0,50%

асбобларини қуёш нурланишларидан ва ташқи электр майдонларидан ҳимоя қилади.

Енгил машиналардаги тилла югуртирилган датчиклар симлари, йўловчилар хавфсизлиги тизимининг янада юқори ишончлилигини таъминлайди. Олтиннинг тиббиётда қўлланилиши ташхизни аниқроқ қўйиш имконини беради ва бир қатор хавфли касалликларни сифатли даволанишига кўмаклашади. Юпка зарварақ озиклантирувчи косметик малҳамларга қўшилади. Олтиннинг энг майда зарралари тери учун зарарли моддаларни йўқотади, терининг қариш жараёнларини олдини олади, унга ҳаётий куч ва қувват бағишлайди.

Қимматбаҳо металллар бозори ибораси кенг маънода ўз ичига бозор субъектлари орасидаги ўзаро муносабатлар хилма – хиллигини олади. Ҳақиқатда бу муносабатлар олтин қидирувнинг биринчи босқичидаёқ вужудга келади. Сўнгра қазиб чиқариш, қайта ишлаш (аффинирлаш), заргарлик буюмларини ишлаб чиқаришда, саноатда, тиббиётда қўллаш, қимматбаҳо металллар билан савдо-молиявий фаолиятда давом этади, ҳамда у олтин пайдо бўлиш заңжирида якуний босқич ва бир пайтнинг ўзида қимматбаҳо металллар бозори субъектлари ўзаро муносабатларининг мустақил блоки ҳисобланади.

Қимматбаҳо металлларга олтин, қумуш ва платина гуруҳининг металлари киради. Олтин, қумуш, платина ва палладийга доимо бозор мавжуд бўлади. Ўз мақсадига кўра, қимматбаҳо металллар икки томонлама ролни уйнайди:

– биринчидан, улар саноатда қўлланиш учун мўлжалланган (техника, электроника, тиббиёт техникаси);

– иккинчидан, улар инвестициялар мазмуни ҳисобланади, тарихий жиҳатдан тангаларни чиқариш учун ишлатилади, хазиналар, захиралар сифатида тўпланади, чунки улар капитал ҳажм бирлигида катта қийматга эга бўлган ҳолда, сақлаш учун қулайдир.

Мавжуд бўлган талаб, иккиламчи хом ашёни қазиб чиқариш, ҳамда қайта ишлаш ҳисобига копланади. Талаб ва таклифни тенглаштириш бозор механизмлари ёрдамида амалга оширилади. Бозор, металл нарҳини мунтазам равишда аниқлаш имконини беради, чунки куну-тун давомида деярли 24 соат, дам олиш ва расмий байрам кунларидан ташқари, бутун жаҳон дилерлари савдо ва чайқовчилик битимларини амалга оширадилар.

Олтин бозорининг тарихи халқаро валюталар тарихи билан чамбарчас боғлиқ. Ҳақиқатда олтин бозори 1968 йилгача сезиларли даражада валюта бозоридан фарқ қилмасди, ушбу йилда валюта курслари тебраниши тез – тез кузатила бошлади, валюталарнинг ўзи эса, олтиндан қатъий назар сотила бошланди.

Ҳозирги пайтга табиий олтин бозоридаги барча муомалалар барқарор ўрин эгаллаган. Саноат истеъмолчиларини таъминлаш учун, савдонинг консигнацион усули кенг ишлатилади. Банк ёки савдо компанияси, тўловсиз, корхона омборига, олтиннинг муайян миқдорини етказиб берадилар. Бунда, истеъмолчи уни белгиланган муддатда сотиб олади, деб фараз қилинади. Кейинчалик харидор-истеъмолчи банк билан олтиннинг муайян миқдорига битим тузади. Мулкни ўтказиш ҳуқуқи бевосита битим бўйича ҳисоб-китоблар пайтида амалга оширилади. Тўловгача металл таъминотчи банк ихтиёрида қолади. Бу қисман, металлни етказиш бўйича ҳаражатларни тежайди, саноат истеъмолчиси томонидан металл олинишини тезлаштиради ва металлга бўлган нархлар ўзгаришига амалий жавоб бериш имконини беради. Савдонинг консигнацион усули, банкларни сотиш бозорлари учун курашнинг асосий усулларидан биридир. Табиий металлнинг савдоси асосида металл ҳисоблари «allocate» ёки банклардаги масъулиятли сақлаш ҳисобларидан фойдаланилади. Улар металлни вақтинча сақлаш учун, кейинчалик сотиш ёки бошқа жойга ўтказиш учун мўлжалланган. Улардан фойдаланиш, металлни сақлаш бўйича муайян ҳаражатларга олиб келади. Бу ҳисобнинг ўзига хос хусусияти шундан иборатки, ундан фақат ёмбилар олинади. Бундай ҳисобларни юритувчи банк, металлни ҳеч қандай кўринишда ишлатиш ҳуқуқига эга эмас. Металлнинг табиий етказилишида савдо объекти бўлиб, стандарт ўлчамли ёмбилардаги аффинирланган олтин ҳисобланади.

Бу ёмбилар баъзида *банк ёмбилари* деб аталади. Маълум бўлган стандарт бўлиб, London Good Delivery ҳисобланади.

Ёмбига бўлган асосий талаблар қуйидагилардан иборат:

1. Ёмбининг оғирлиги 350-400 унция ёки 11,5-13 кг.
2. Ёмбига тамға босадиган аффинажли фирма, Лондон бозорининг рўйхатига киритилиши зарур (London Good Delivery List – List of Acceptable Melters and Assayers).
3. Металлнинг софлиги, лигатура массасининг 1000 улушига кимёвий соф олтин улуши 995 дан кам бўлмаслиги шарт.

Мажбурий белгилар сифатида ёмбида қуйидагилар бўлиши даркор:

- серия рақами;
- синама рақами;

• 0,025 трой унциясигача бўлган аниқлик билан кўрсатилган вазн тўғрисида ишлаб чиқарувчи ва сифат назорати органининг тамгаси.

Ёмбининг ташки кўриниши белгиланган меъёрларга мувофиқ бўлиши керак. Унинг юзасида ҳеч қандай тешиқлар ва чуқурчалар бўлмаслиги лозим, ёмби ташиш ва жойлаштириш учун қулай бўлиши зарур. Кимёвий тоза олтиннинг битта трой унцияси учун пул ҳисоб-китобларининг бирлиги бўлиб, АҚШ доллари ҳисобланади. Табиий этказиб бериш бирлиги эса – олтин ёмбисидир. Олтин ёмбиларининг техник таърифлари стандартлаштирилган, шунинг учун ҳисоб-китобларда стандарт шартномалар бўйича, стандартга мувофиқ бўлган ёмбилар кўлланилиши шарт (London Good Delivery Bars).

8.1 - жадвал

Лондон сертификатига мувофиқ ёмбилар билан нисбати⁶⁵

Савдо муомалаларини ўтказиш жойи	Ёмбилар тури	Синама рақами
Лондон	Катта ёмбилар (400 унция)	999,9
Лондон	Вазни 1 кг ёмбилар (32,148 унция)	999,9
Цюрих	Катта ёмбилар	995
Цюрих	Катта ёмбилар	999,9
Сингапур	Катта ёмбилар	999,9
Токио	Вазни 1 кг ёмбилар	999,9
Гонконг, Тайвань	Вазни 1,5 ва 10 тael ёмбилар (1,203; 6,017 ва 12,034 унциялар)	990
Ҳиндистон, Яқин Шарқ	Вазни 10 тол ёмбилар (3,73 унция)	999,9
Таиланд	Бахт (0,47 унция)	995
Нью-Йорк	Варрантлар (100 унция)	995
Перт	Катта ёмбилар	995

Савдо турли жойларда ўтказилади, ва ҳисоб-китоблар ҳар хил турдаги ёмбилар билан амалга оширилади. Бироқ, табиий олтин

⁶⁵ <http://www.gold.org/>

билан барча операциялар қийматини аниқлаш учун бошланғич нуқта бўлиб, Лондон сертификати бўлган ёмбиларнинг бозор қиймати ҳисобланади. Ҳар хил турдаги ёмбилар билан битимларни тузишни турли жойларда олтин нархи, Лондон сертификати бўлган ёмбининг нақд қиймати орқали, турли шахобчалар орасида олтинни ташиш қиймати, олтинни тозалаш ҳамда синама белгисини турли кўрсаткичларгача етказиш қиймати, ҳамда бозордаги талаб ва таклифни ҳисобга олган ҳолда аниқланади.

1 кг кам бўлган ёмбилар халқаро алмашинувида қатнашмайди. Асосан улар ички фойдаланиш учун тайёрланади ва тарқатилади, шунингдек, талаб бўлган жойда сотилади. Турли мамлакатларда умумий қабул қилинган меъёрлардан фарқ қилувчи қимматбаҳо металллар вази қўлланилади, улар негизида жаҳон бозорининг талабларига кўра, ностандарт ўлчамлардаги ёмбилар тайёрланади. Бундай турдаги ёмбилар ички бозорлар учун мўлжалланган.

8.2 - жадвал

Олтиннинг стандарт вазинини ўлчаш бирликлари⁶⁶

№	Трой унцияси	Метрик вази
1.	1 тройя унцияси	31,1034807 г
2.	32,148 тр.ун.	1 кг, 999,9 синама ракамли ёмби
3.	100 тр.ун.	3,11 кг
4.	32,148 тр.ун.	116,64 г = 10 тол
5.	1,2 тр.ун.	37,32 = 1 таел (Гонконг)
6.	0,47 тр.ун.	14,62 = 1 бахт (Таиланд)

Бозорнинг асосий қатнашчилари бўлиб қуйидагилар ҳисобланади: Олтин қазиб чиқарувчи компаниялар, кон, шахта ва қазилма конлари, олтин ишлаб чиқарувчилар уюшмаси.

Бирламчи олтиннинг асосий миқдори бозорга олтин қазиб чиқарувчи компаниялар томонидан келтирилади, улар бу фаолият туфайли, бозорнинг муҳим тоифали қатнашчиларини ташкил қиладилар. Фаолият миқёси бўйича улар, бевосита брокерлик идоралари билан иш юритиш имкониятига эга бўлмаган катта компанияларга ва олтин бозорининг барча соҳаларида иш юритувчи катта

⁶⁶ <http://www.gold.org/>

корпорацияларга бўлинади. Корпорациялар ўз муомалаларини, нархларни бир зумда ўзгара оладиган даражада катта миқдордаги операцияларни ўтказадилар, шунинг учун уларнинг фаолияти бозорнинг бошқа қатнашчиларини қатъий нигоҳи остида бўлади.

Касб маҳоратига эга бўлган дилерлар ва воситачилар, асосан, банклар ва ихтисослашган компаниялардир. Улар олтинни ўз ҳисобидан сотиб оладилар ва кейин бошқа банкларга қайта сотадилар. Баъзида банклар металлни ўз захираларини тўлдириш учун сотиб оладилар. Англия банки (Bank of England) мавжуд бўлган дастлабки кунларидан бошлаб, яъни 1964 йилдан, асл металлларнинг савдо маркази бўлиб ҳисобланади. У ҳозирги кунгача, олтин ёмбиларининг Лондон улгуржи бозорини назорат қилувчи бош идора бўлиб қолмоқда. XIX асрнинг 50 йилларида олтин бозорида олтин ёмбилари билан муомалаларга ихтисослашган брокерлик идоралари пайдо бўлди. Ушбу даврда пайдо бўлган биринчи идоралардан бири бўлиб, қуйидаги фирмалар бўлган:

- Moccata & Goldsmith, уни кейинчалик Standard Chartered Bank билан бирлашиб кетди;

- M.M. Rothschild and Sons;

- Samuel Montague, уни кейинчалик Midland Bank PLC билан бирлашиб кетди;

- Sharps Pixley, уни кейинчалик Deutsche Bank билан бирлашиб кетди.

Бошқа янги турли номлар билан улар ҳозир ҳам фаолият кўрсатмоқдалар. Дастлаб уларнинг фаолияти асосан, чет эллик олтин қазиб олувчи компаниялардан сотиб олган олтинни импортдан ва ёмбиларни Англия банкига сотишдан иборат бўлган. Бу фирмалар олтин бозорида биринчи брокерлар бўлиб, сотувчилар ва харидорлар ўртасида воситачи - агентлар сифатида, тузилган битимлардан комиссия маблағларни ишлаб олганлар.

Ҳозирги пайтда санаб ўтилган компаниялар қимматбаҳо металллар савдосини амалга оширувчи банкларнинг бўлинмаларидир. Ёмбилардаги олтинни сотувчи фирмалар, харидорлар учун брокерлар сифатида, шунингдек, бирламчи дилерлар сифатида амал қиладилар, нархлар динамикаси ҳисобига даромад олиш мақсадида, асл металлларнинг савдосида ўз ўрнини сақлаган ҳолда. Улгуржи бозорда қатнашчилар манфаатларини намоён қилувчи. Қимматбаҳо металллар бозорининг Лондон уюшмаси (London Billion Market Association - LMBA), ҳар хил кўринишда бўлади: бозорни шаклланти-

рувчи қатнашчилар («маркет-мейкер» – market maker) ва оддий қатнашчилар. Маркет-мейкерлар сифатида намоён бўлувчи фирма-лар, ўз миждлари ва бошқа маркет-мейкерлар талабига кўра, ўзининг бутун иш кунини давомида металлга нархни баҳолашлари шарт. Бунда маркет-мейкерлар бир вақтни ўзида металлнинг сотув нархи ва харид нархини баҳолайдилар (bid price and offer price). Оддий дилерлар, одатда, фақат ўзларининг агентлари учун нархларни белгилайдилар бозор нархларини шакллантиришга мажбур эмаслар.

Ҳозирги кунда қимматбаҳо металллар халқаро бозорида, TFS-Tradition Financial Services, LONDON ва PREMEX AG, Zurich каби компаниялар ишлайди. Ўз хизматлари учун брокерлар «Спот» битимлари бўйича унцияга беш центдан воситачилик ҳақини оладилар. Мазкур бозорнинг кўпчилик қатнашчилари халқаро банклар томонидан, валюта тизими доирасида олтинга бўлган нархлар динамикасига таъсир кўрсатувчи субъектлар сифатида тан олинади. Қимматбаҳо металллар халқаро бозорида 1995 йилдан фаол иш бошлаган Россия банкларидан биринчи бўлиб, Россия манфаатларини намоён қилган ва Россия Ҳукумати топшириғи билан амал қилувчи Внешторгбанк бўлган.

Марказий банклар хусусидачи? Бир томондан улар, металлнинг катта миқдорига эга бўлган, йирик инвесторлар сифатида чиқадилар, бошқа тарафдан эса – уларнинг вазифасига олтин ва молиявий бозорларда ўйин қоидаларини ўрнатиш киради. Шу билан бирга, улар металлларни энг йирик сотувчилари ва харидорларидир.

АҚШ нинг Марказий банки – Федерал захира тизими (US Federal Reserve System ёки қисқача FED) энг катта таъсир кучига эга. Ундан кейин Германия Марказий банки – Бундесбанк (Deutsche Bundesbank) ва Буюк Британия Марказий банки – Англия банки (Bank of England жумладан, у яна Old Lady деб аталади) келади. Бошқа мамлакатлар Марказий банклари ҳам қимматбаҳо металллар бозорида катта рол ўйнайди, чунки ўз мамлакатларининг миллий захиралари аксарият қисмини олтин кўринишида сақлайдилар. Захираларнинг катта ҳажми туфайли, марказий банклар ҳаракати бозорга ҳал қилувчи таъсир кўрсатиши мумкин. Дастлабки, пайтларда марказий банклар улушига, одатда, бозорга олиб келинадиган барча олтин харидининг деярли ярмиси тўғри келар эди, бироқ 1971 йилдан бошлаб, АҚШ долларларини олтинга

алмаштириш имкони йўқолгандан сўнг, банклар соф сотувчиларга айландилар.

1960 – йилларда мавжуд бўлган, «олтин пули» тугалланиши билан, марказий банклар ҳаракатларида келишмовчиликлар кузатилди, шунга қарамасдан, бир қатор марказий банклар олтин бозорининг мунтазам қатнашчилари бўлиб қолаверди. Бир неча олтин қазиб чиқарувчи мамлакатлар Марказий банклари, маҳаллий қазиб олинган олтиннинг бозор нархларини шакллантирадилар. Улардан энг муҳими – Жанубий Африка захира банкидир, чунки Жанубий Африка ҳанузгача энг йирик олтин қазиб чиқарувчи мамлакат бўлиб қолмоқда. Мазкур банк фақатгина олтинни сотиш бозорида зудлик билан етказиб беришда амал қилмай, иккиламчи бозорларда ҳам, қазиб чиқариладиган олтиннинг сотув нархини ҳежераш мақсадида фаоллик кўрсатадилар. Бразилия, Колумбия, Эквадор, Венесуэла, Филиппинлар ва Зимбабве Марказий банклари ҳам ушбу мамлакатларда қазиб чиқариладиган олтиннинг сотув нархини белгилашда фаол иш юритадилар.

Англия банки каби бошқа Марказий банкларнинг олтин бозоридаги фаолияти икки йўналишда амалга оширилади: биринчидан, ўз ҳисобидан олтин билан савдо қиладилар ва иккинчидан, молиявий даромад олиш мақсадида олтинни бозорга чиқарадилар. Англия банки ва Халқаро ҳисоб – китоблар банки бозорда бошқа марказий банклар номидан ҳам амал қиладилар.

Қимматбаҳо металлларнинг ихтисослашган биржалари мавжуд эмас. Бир қатор мамлакатларда, биринчи навбатда АҚШ да, олтинга ва бошқа қимматбаҳо металлларга фьючерслар билан савдонини амалга оширадиган биржалар фаолият кўрсатади. Бу савдонинг асосий вазифаси - қимматбаҳо металлларга нархларни ҳежераш.

Нақд қуймаларнинг саноат истеъмолидан ташқари, пенсия жамғармалари ва хусусий инвесторлар томонидан инвестицион талаб юзага келади. Ёмбилар ва тангаларнинг муайян турлари шундай операцияларга асосланган. Хусусий шахслардан ташқари инвесторлар, етказиб берувчилар ҳам бўлиши мумкин. Ушбу ҳолатда ўзига хос ролни турли жамғармалар ва халқаро ташкилотлар ўйнайди. Инвесторлар – олтин бозори қатнашчиларининг кенг тоифаси бўлиб, кўпчилик гуруҳларга бўлиниши мумкин. Олтиндаги инвестицияларнинг шакллари хилма – хилдир: бу – тилла тангалар, ёмбилар ёки заргарлик буюмларини сотиб олиш, нақд пулга сотувлар бозорида ноаниқ шартларда дилерлик олиб бориш, опцион ёки

спекулятив мақсадларида олтинни сотиб олиш, ҳамда олтинга эга бўлиши мумкин бўлган ёки олтинга инвестициялар билан боғлиқ бўлган бирон бир ташкилотлар ва жамғармаларнинг сотиб олинган акциялари. Бу инвесторлар фаолияти, заргарлик ва саноатнинг бошқа тармоқларини табиий эҳтиёжлари минимал нархлар даражасида тўлиқ кондирилишига қарамасдан 1971 йилдан кейин олтинга бўлган нархлар кескин ўзгаришининг сабаби бўлди.

Шимолий Америка ва Европада инвесторларнинг чайковчиларга айланиш мойиллиги бор, улар гаров суммаси ҳисобига олтин савдоси, фьючерс битимлари ва опционларини савдоси каби усуллар ёрдамида, қисқа муддат оралиғида фойда олишга уринадилар. Бунда улар олтинни сотиб олмасдан ёки етказмасдан, нархларнинг тебранишидан фойдаланишади. Осиё инвесторлари, америкалик ва европаликлардан фарқ қилиб, олтинни табиий турли шаклдаги қўймаларда йиғишга уринадилар ҳамда олтинга инвестицияларни, ҳавфли молиявий вазиятлардан чиқишга имконият берувчи восита сифатида кўрадилар⁶⁷.

Саноат истеъмолчиларига заргарлик ишлаб чиқариш, саноат корхоналари ҳамда кўпинча аффинаж корхоналари ҳам киради. Олтинни тозалаш бўйича корхоналар мижозларининг аксарият қисмини, муайян турли таърифларга эга бўлган олтинни олишга мухтож, саноатнинг турли тармоқлари ташкил этади. Электрон саноат эҳтиёжлари учун софлиги 999,99 (бешта тўққиз) бўлган олтин талаб қилиниши мумкин, заргарларнинг эҳтиёжи эса – кейинчалик қайта қуйиш учун қум кўринишидаги олтин билан чекланишлари мумкин. Саноат корхоналарининг кўпинча, консигнацион омборларда олтинга эга бўлган брокерлик фирмалари орқали қимматбаҳо металлларни сотиб олишига қарамасдан, баъзи ҳолларда айна брокерлик идоралари, ўз мижозлари номидан ва улар топшириғи билан олтинни тозалаш ва асл ҳолга келтиришни амалга оширади.

8.2. Олтин фиксинги

Лондонда кунига икки марта банклараро бозорида олтинга жорий нарх қайд қилинади. Асос сифатида муайян пайтга вужудга келадиган, металлга бўлган талаб ва таклифнинг нисбати қабул қилинади. Бу мақсадда бешта лондонлик иштирокчи томонидан ол-

⁶⁷ «Организация операций с драгоценными металлами». Прикладное пособие «Внешторгбанка». 1977 г

тингга нархнинг фиксинги ўтказилади. Фиксинг, табиий металлнинг етказилмасдан савдоси амалга ошириладиган банклараро бозор элементи бўлиб, «unallocated» ҳисоб варақлари юритилади.

Олтиннинг биринчи фиксинги 1919 йил 12 сентябрда ўтказилган, ўшанда олтин нархи 4 фунт стерлинг 18 шиллинг ва 9 пенс даражасида белгиланган (ўша пайтда бу тахминан 20,67 АКШ долларини ташкил қилган). Фиксингнинг дастлабки мақсади бўлиб, Жанубий африкалик олтинга нисбатан бозор нархини белгилаш ҳисобланади. Ҳозирги пайтда фиксинг 10 соат 00 дақиқада «Н.М. Ротшильд энд Санс Лтд.» Компанияси идорасида (эрталаб ёки биринчи фиксинг) ўтказилади, унинг вакили раислик қилувчининг вазифаларини бажаради.

Биринчи фиксинг вақтида, маркет-мейкерлар миқозларга, ҳамда бошқа иштирокчиларга металл биржа баҳосини тақдим этишлари мажбурий эмас.

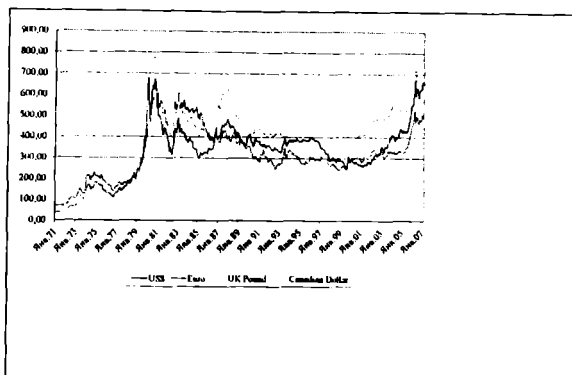
Иккинчи фиксинг пайтида бир вақтнинг ўзида Нью-Йоркдаги НИМЕКС энг йирик биржалари ишлайди. Бу ерда олтин фьючерсларининг савдоси ўтказилади. Улар фиксинг билан бир қаторда нарх учун мўлжал бўлиб хизмат қилади.

Фиксингда бешта доимий аъзолар қатнашади, улардан ҳар бири ўзининг вакилини юборади. Ўртача фиксинг тахминан 15 дақиқа давом этади, лекин 2 дақиқагача қисқариши мумкин. Энг узок давом этган фиксинг 2 соату 26 дақиқада қайд қилинган. Ҳозирги пайтда фиксингларда қуйидаги компания вакиллари иштирок этадилар:

- Н.М. Rothschild and sons;
- Mocatta and Goldsmith (Standard Chartered Bank);
- Samuel Montague (Midland Bank);
- Sharps Picely (Deutsche Bank).

Белгиланган вақтга фиксингнинг бешта қатнашчиси махсус хонада йиғиладилар ва телефон орқали ўз фирмаларининг амалий заллари билан боғланадилар. Улардан ўз навбатида, фиксингда олтиннинг муайян миқдорини сотиш ёки харид қилишни истаган фирманинг ҳар қандай миқозлари билан алоқа ўрнатадилар. Бундай миқозлар бўлиб марказий банклар, олтин казиб чиқарувчи компаниялар, инвестицион жамғармалар, заргарлик саноати корхоналари ва фиксингда қатнашмаган бошқа банк ва фирмалар ҳисобланади. Бу миқозлар фиксинг вақтида телефон, телекс алоқаси ёки Reuter-диллинг бўйича алоқани ўрнатадилар. Буюртма-

ларни олиб, фиксинг қатнашчилари буюртмаларнинг миқдорий нисбатини ҳисобга оладилар. Бу ҳолда харид қилинадиган ва сотиладиган олтин миқдори «бар»ларда кўрсатилади (инглизча «bar» сўзидан - ёмби). Вазни 400 унция бўлган стандарт барлар назарда тутилади. Reuter-дилинг бўйича музокараларнинг таклиф қилинаётган саҳифасида, қатнашчилардан бирининг (Standard Chartered Bank банки томонидан, Мокатта групп) ўз миқозига фиксингнинг изоҳлари кўрсатилган.



8.1-расм. Жаҳон олтин бозорларида нархнинг ўзгариш динамикаси⁶⁸.

Бунда фиксингда 135 барлар сотилган бўлиб, 135 барлар сотиб олинган (135x400 унция = 5400 унция ёки тахминан 1,7 тонна). Таъкидлаш керакки, 270 барли айлануви (ёки 3,4 тонналарда) – ўртачадан бир мунча юқоридир. Шундай қилиб, бир кунда бир вақтнинг ўзида икки марта мувозанат нарҳини, яъни металлга талаб ва таклифни тенглаштирадиган нарҳни аниқлаш мумкин бўлади. Олтин фиксинги «очиқ» ҳисобланади, яъни қатнашчилар доимо ўз миқозларига, металлни сотиш ва сотиб олиш буюртмаларини фиксингига қўйилган миқдор қисмида фиксация жараёнини изоҳлайдилар. Фиксинг жараёнида миқоз ўз буюртмасини чақириб олиши, ёки аксинча кўпайтириши мумкин. Нарх фиксациясидан кейин

⁶⁸ <http://www.gold.org/>

фиксация қилинган буюртмаларнинг бажарилиш нархи аниқланади. Бу ҳолда сотишга бўлган буюртма, +\$0,05 фиксинг нархи бўйича бажарилади, сотиб олиш учун буюртмада эса - +\$0,25 фиксинг нархи бўйича, яъни бундай муайян вазиятда сотувчилар фиксингда олтинни \$395,50 нархи бўйича сотдилар, харидорлар эса трой унциясига \$395,70 нархи бўйича сотиб олдилар. Нархни фиксация қилиш жараёнининг катнашчилари сотув ва харид нархлари орасидаги бу фарқни фиксация қиладилар (яъни бир унцияга 20 центдан).

Мазкур механизм, бозорнинг ҳар қандай иштирокчисига олтинни баравар шартларда сотиш ва сотиб олишга имкон беради, шу туфайли олтиннинг катта миқдорлари, сотув ва харид нархлари орасидаги минимал фарқ билан сотилиши ва сотиб олиниши мумкин. Фиксинг нархи оммавий ахборот воситаларида эълон қилинади ва муҳокама қилинмайди. Бу бозор нархининг ўзгарувчанлиги пайтида аксарият иштирокчиларга битимларни фиксинг асосида тузишга имкон беради.

Юқоридаги расмдан, олтин нархининг ўзгариш динамикасини кўришимиз мумкин. Бу ерда, Евронинг 1999 йилдан олдинги қиймати сифатида марка олинган. Расмдан кўриб, турганимиздек, 70 - йиллар бошларида Бреттон Вудс валюта тизимининг таназзулидан сўнг, олтин қиймати кескин ўса бошлади.

3 БЎЛИМ

ВАЛЮТА МУНОСАБАТЛАРИНИНГ РИВОЖЛАНИШИГА ТАЪСИР ЭТУВЧИ ОМИЛЛАР

IX боб. ВАЛЮТА МУНОСАБАТЛАРИГА ТАЪСИР ЭТУВЧИ ИНСТИТУЦИОНАЛ ОМИЛЛАР

9.1. Халқаро молия институтларининг валюта муносабатларини ривожланишидаги ўрни

Молия – кредит ва валюта тизимининг юзага келиши ўзига хос тарихий воқеликка эга. Молиявий – валюта муносабатлари авваллига яқка ҳолда намоён бўлиб, икки ёқлама келишувлар доирасида бўлиб тизимли кўринишга эга бўлмаган. Кейинчалик давлатлар кўп томонлама келишувлар туза бошлашган. Шу тариқа валюта молиявий муносабатлари миллий тизим чегарасидан чиқиб, ҳудудий ва жаҳон тизимларини ташкил этган. Маълумки, валюта тизими таркибий элементлардан ташкил топган бўлиб, уларнинг қай йўсинда амал қилишига қараб бутун тизимга баҳо бериш мумкин бўлади. Валюта тизимининг элементларидан бири бўлиб, валюта муносабатларини тартибга солувчи органлар фаолияти ҳисобланади. Миллий валюта тизимида бу алоҳида давлат органлари бўлса, халқаро миқёсда бу вазифани халқаро молия институтлари амалга оширишади.

9.1-жадвал Жаҳон валюта тизими эволюциясида валюта муносабатларини тартибга солувчи институционал асослар⁶⁹

Даври	Валюта тизими	Институционал жихати
1867–1913 йиллар	Париж валюта тизими	Конференция (1867 йил)
1922– 1936	Генуя валюта тизими	Конференция (1922 йил) Халқаро ҳисоблар банки (1930 йил)
1944 – 1976	Бреттон Вудс валюта tizими	ХВФ (1944 йил)
1976-ҳозирга кадар	Ямайка валюта тизими	ХВФ (1944 йил) Конференция (1976)

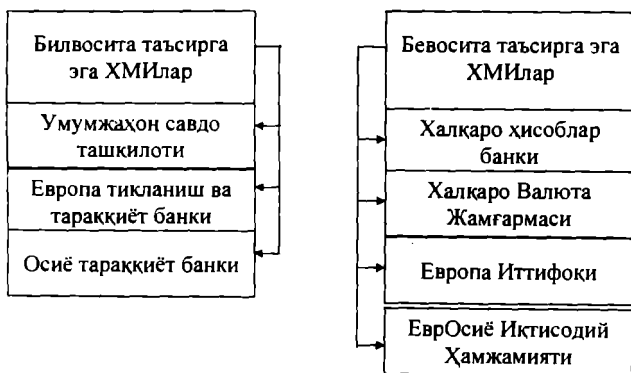
⁶⁹ Муаллифлар томонидан тузилган

Халқаро молия институтлари мамлакатлараро ташкил этилгани учун кўп томонлама манфаатларга хизмат қилади ва умумлашган ёки бирхиллашган қоидаларни ишлаб чиқади. Валюта тизими айнан шу қоидаларга мувофиқ шаклланади.

Тарихан тўртта жаҳон валюта тизими амал қилган ва уларнинг ҳар бирида валюта муносабатларини тартибга солиб турувчи ташкилот фаолият олиб борган (9.1-жадвалга қarang).

Халқаро молия институтлари асосан, биринчи жаҳон урушидан кейин ташкил топа бошлаган. Бу халқаро ташкилотлар аъзо мамлакатларга қарз маблағларини тақдим этиш билан бирга жаҳон валюта тизимининг фаолият юритиш тамойилларини ишлаб чиқишди ва давлатлараро валюта муносабатларини тартибга солишди.

Халқаро молия институтлари хўжалик муносабатларининг жадаллашуви, глобализация жараёнининг ривожланиши, жаҳон иқтисодида кечадиган инқирозларни биргаликда ҳал этишга эҳтиёжнинг юзага келиши билан ташкил этила бошлаган.



9.1- расм. Халқаро молия институтларининг валюта муносабатларига таъсирга қараб туркумланиши.

Халқаро молия институтларини валюта муносабатларининг ривожланишига таъсир этишига қараб, икки гуруҳга бўлиш мумкин: бевосита валюта муносабатларини ривожланишини белгилаб берадиган ташкилотлар ва билвосита кўрсатадиган хизматлари орқали таъсир этадиган институтлар (9.1-расмга қarang).

Халқаро ҳисоблар банки (ХХБ) 1930 йилда Бельгия, Франция, Германия, Италия, Япония, Буюк Британия ва АҚШ таъсисида Базель шаҳрида ташкил этилган бўлиб, унга Биринчи Жаҳон урушини якунлаб берган Версаль шартномасига мувофик, Германия келтирган зарарларни қоплаш учун тўловларни тартибга солиш вазифасини юклатилган эди. Шунингдек, ХХБ марказий банкларни ҳамкорликда иш олиб боришларини таъминлаши керак эди. Банк номи ҳам шу вазифалардан келиб чикиб қўйилган. 1930 йиллардаги молиявий ва иқтисодий инкироз марказий банкларни биргаликда фаолият олиб боришни талаб этар эди Генуя валюта тизими тамойиллари асосида ташкил этилган валюта муносабатлари ХХБ га аъзо мамлакатлар марказий банкларининг доимий йиғилишларида тартибга солиб туриладиган бўлди.

Буюк депрессия ва сиёсий зиддиятларнинг ошиб бориши натижасида жаҳон валюта тизимининг инкирозга учрашига қарамасдан, марказий банклар учун Базелда ҳар ой йиғилиб, фикр алмашишлари учун шароит яратиб берилган эди. ХХБ марказий банкларга кенг қўламдаги хизматларни кўрсатишда давом этиб, қисқа фурсатда ўз мавқеини мустаҳлаб олишга эришди ва иқтисодий тадқиқотлар олиб боришни йўлга қўйди.

Иккинчи жаҳон уруши давомида, Банк омон қолиши учун барча йиғилишларни тўхтатиб қўйди ва дахлсизлик тўғрисида декларацияни қабул қилди. Ушбу декларацияга мувофик, банк урушда қатнашаётган томонга бошқа мамлакатга нисбатан устунлик қилишга ёрдам берувчи банк хизматларини тўхтатиб қўйди ва марказий банкларга ўз мажбуриятларини бажаришга қўмак бериш билан чекланди.

1944 йилда Бреттон Вудс конференциясида муҳокама қилинган масалалар қаторида ХХБни тугатиш ҳам ўрин олди. Конференция қарори асосида ташкил этилган ХВФ ва Жаҳон банкнинг фаолият қўлами ХХБга нисбатан кенг қамровли бўлгани учун, танлов янги институтлар ҳисобига ҳал этилиши кутилган эди. Бунга қарши Европа марказий банклари ўз институтларини сақлаб қолиш фикрини қўллаб қуватлашди. Кейинчалик ХХБ Европа мамлакатларининг молиявий тикланишида ниҳоятда катта ўринга эга бўлди. Бундан ташқари, Совуқ Уруш даврида банк икки қутб ўртасида дахлсиз бўлган музокара майдони сифатида хизмат қилди.

ХХБнинг иккинчи жаҳон урушидан 70 – йилларгача бўлган даврда марказий банклар билан ҳамкорлиги қатъий белгиланган

курсда эркин алмаштириладиган валюталарга асосланган Бреттон Вудс валюта тизими манфаатларини химоя қилишдан иборат бўлди. 1950 йилларда Европа Тўлов Иттифоқининг (European Payments Union, EPU) агенти сифатида Банк Европа мамлакатлари валюталарини эркин алмаштиришга эришишда техник жиҳатдан катта ёрдам берган. Иккинчи жаҳон урушидан кейин Европанинг барча мамлакатларида валюта муносабатлари қатъий тартибга солинган эди, бу эса эркин савдони сезиларли чеклади. EPU унга аъзо мамлакатларда валюта чекловларини бартараф этиб, халқаро бозорда валюталарнинг эркин алмашувини таъминлаш мақсадида ташкил этилган эди. Бу тадбир Европа учун муваффақиятли кечиб, 1958 йилнинг охирига келиб, ҳудуд бўйлаб барча валюталар эркин конвертирланадиган бўлди.

1958 йилдан сўнг Бреттон Вудс валюта тизими 1944 йилда қабул қилинган тамойиллар асосида тўлиқ ишга тушди. Аммо тизимнинг самарали ишлаши учун мамлакатлардан ҳар томонлама ўзаро ҳамкорлик талаб этилди. Бундай шароитда Банкнинг резерв валюталар (доллар ва фунт стерлинг) позициясини таъминлашдаги иштирокида янада ошди. Бунда Банк марказий банклар ўртасида, мавжуд тизимни ишдан чиқишига олиб келиши мумкин бўлган инкирозлардан сақлаш мақсадида, мувофиқлаштирувчи фаолият олиб борди. Бу фаолият доирасига Олтин Пулни сақлаш, своп битимлар тармоғини ташкил этиш, фунт стерлинг алмашинувини таъминлаш каби вазифалар кирган эди. Катта ўнлик (G10) томонидан белгилаган бу вазифалар ҳисобига мавжуд тизимнинг 60 – йиллардаги олтин даврида иқтисодий ўсишни таъминлашга эришилди. Шундай бўлсада, тизимнинг сақлаб қолиш имкони бўлди ва 1973 йиллардан бошлаб, эркин сузиб юрувчи валюта курси даври бошланди.

Ўттиз йилдан ортиқ ХХБ Европада валюта интеграция жараёнида яқиндан қатнашиб келган. Мазкур валюта тизими тамойиллар асосида қабул қилинган «валюта илони» режимини таъминлашда Банк техник жиҳатдан катта ёрдам кўрсатган. 1964 йилдан бошлаб, Европа иқтисодий ҳамжамиятига аъзо мамлакатлар марказий банларидан тузилган Бошқарув Қўмитасида интеграциянинг келгуси ишлари муҳокама этила бошлади ва 1979 йилнинг 13 мартда ХХБ бўлиб ўтган навбатдаги йиғилишда Европа валюта тизими тўғрисидаги келишув имзоланди.

XX асрнинг охириги ўн йилликларида молия бозорларининг кенгайиши ва глобаллашуви кучайиши натижасида, марказий банкларнинг ХҚБ орқали ҳамкорлиги тобора ортиб борди. ХҚБ валюта ва молиявий барқарорлигини таъминлашни икки йўналишда олиб боради:

- зарурат юзага келганда фавқулотда молиявий ёрдам кўрсатиш;
- халқаро молиявий тизими барқарорлиги ва банк назорати самарадорлигини таъминлашга қаратилган стандартларни ишлаб чиқиш бўйича мутахассисларни жалб қилиш.

ХҚБ марказий банкларга қуйидаги валюта операцияларини тақдим этади:

- спот, своп, форвард, опцион ва фореҳ бозоридаги депозитлар;
- хорижий валютанинг овернайт талабларини қондириш;
- Лондон, Берн ёки Нью Йорк молия бозорларига маблағларни жойлаштириш;
- спот, аутрайт, своп ва опцион шартлар асосида олтин олди – сотдисини амалга ошириш.

ХҚБнинг жаҳон валюта тизимида катта аҳамиятга эга бўлсада, алоҳида мамлакатларга, яъни аъзо бўлмаган давлатлар жумладан, Ўзбекистонда валюта муносабатлари ривожланишида ўринга эга эмас. МДҲ доирасида ХҚБга биргина Россия аъзо бўлган. Ҳозирги пайтда, Ўзбекистон валюта соҳасида ҳамкорлик қилаётган ва тўғридан – тўғри таъсирга эга ягона ташкилот бўлиб ХВФ ҳисобланади.

Халқаро валюта фонди (ХВФ) валюта – молиявий соҳасида халқаро ҳамкорликни таъминловчи ташкилот ҳисобланади ва ҳозирги пайтда 183 аъзолардан иборат. ХВФ Жаҳон банки билан бир вақтда 1945 йилда Бреттон Вудс конференцияси қарори билан ташкил этилган. Бошқа мавжуд молия институтларидан фарқли равишда ХВФ айнан валюта муносабатларини ривожлантириш, жаҳон валюта тизимининг ишлаш тамойилларини ишлаб чиқиш ва улар бўйича фаолиятни таъминлаш, мамлакатларга валюта соҳасида турли хизматларни кўрсатишга қаратилган.

ХВФнинг вазифалари асосий мақсадидан келиб чиқиб қуйидагилардан иборат:

- халқаро валюта – молиявий муаммолар устида биргаликда ва доимий иш олиб борувчи ташкилот доирасида халқаро ҳамкорликни ривожлантириш;

риш мақсадида эркинлаштириш ва расмийлаштириш курсини тўғрилаш билан бир вақтда, келишиб олинган тартибда пул-кредит ва бюджет сиёсатини ўтказиш мақсадга мувофиқлиги қайд этилган.

Ўзбекистонда ХВФ ходимлари назорати остида амалга оширилган дастур доирасида 2002 йилда иқтисодий ва молиявий сиёсат масалалари бўйича Меморандум қабул қилинди ва унинг бажарилиши билан 2003 йилда жорий операциялар бўйича чекловларни олиб ташлашга эришилди.

Валюта муносабатларининг ривожланишида бошқа институтлар ҳам алоҳида ўрин тутди, аммо уларнинг таъсири тўғридан – тўғри бўлмаса-да, у ёки бу соҳани ривожлантиришга қаратилган тадбирлари, молиялаштириш дастурлари ва инвестицион лойиҳалари орқали таъсири сезилиши мумкин. Шулар жумласига, Умумжаҳон савдо ташкилоти, Европа тикланиш ва тараққиёт банки, Осиё тараққиёт банки, ЕвроОсиё тараққиёт банкни киритиш мумкин.

Умумжаҳон савдо ташкилоти (УСТ) 1995 йилда ташкил этилган бўлиб, 1948 йилда қабул қилинган Тариф ва Савдо бўйича Бош келишув (ГАТТ)нинг давомчиси ҳисобланади. УСТ нинг асосий мақсади аъзо мамлакатларда ўзаро ташқи савдо операциялар уйғунлигини таъминлаш ва камситувчи (дэмпинг) сиёсатни тартибга солишдан иборат.

Маълумки, ташқи савдонинг амалга оширилиши кўп жиҳатдан мамлакатда ўрнатилган валюта муносабатларига боғлиқ бўлади. Шунинг учун УСТга аъзо бўлаётган мамлакатлар олдида ХВФ талаблари бажарилишини кўйди.

Ўзбекистон 1994 йилда УСТга кириш учун ариза берган ва 1995 йилдан бошлаб, ташкилот талаблари бажарилишини кузатиб боровчи гуруҳ ташкил этилган. 1998 йил сентябрида УСТ котибиятига Ўзбекистоннинг ташқи савдо режими тўғрисида Меморандум тақдим этилган.

Европа тикланиш ва тараққиёт банки (ЕТТБ). Ўзбекистон ЕТТБга 1992 йилда, банк акцияларининг собиқ иттифоқ республикалари ўртасида тақсимлангандан сўнг аъзо бўлади, 1993 йилда биринчи лойиҳа амалга оширилади.

ЕТТБ Ўзбекистонда ўз фаолияти етти та мўнажлишни белгилади. Булар куйидаги соҳаларни ривожлантиришга қаратилади:

- молия сектори ва банк инфратузилмаси;
- кичик ва ўрта корхоналар;
- бозор инфратузилмаси;

- энергетика мажмуаси;
- пахтани қайта ишлаш ва енгил саноатнинг бошқа тармоқлари;
- сайёҳлик инфратузилмаси;
- табiiй ресурсларни ўзлаштириш.

ЕТТБнинг асосий мақсади Собик Иттифоқ парчаланиши натижасида жаҳон майдонларига чиққан янги ривожланаётган мамлакатларда бозор ислохотларини амалга оширишга ёрдам беришдан иборат. ЕТТБ мамлакатда инвестиция лойиҳани амалга оширар экан қарз олувчи олдига бир қатор талабларни қўяди. ЕТТБнинг бундай талаблари қаторида валюта масалалари ҳам алоҳида ўрин олган. Банк мамлакатда кечаётган ислохотларни доимий кузатиб боради.

Осиё тараққиёт банки (ОТБ). 1993 йил 23 майда Ўзбекистон Республикаси томонидан ОТБга аъзо бўлиб кириш учун расмий ариза берилади, унга кўра 1993 йил 6 августда ОТБ бошқарув кенгаши Ўзбекистонни аъзоликка қабул қилиш ҳақида резолюция (266) қабул қилди.

1995 йил 29 июнда ЎзР Президентининг «Ўзбекистоннинг Осиё Тараққиёт Банки»га аъзо бўлиб кириши тўғрисида»ги Фармони (ПФ №1199) чиқди.

ОТБ ҳам ЕТТБ каби асосий эътиборни бозор ислохотларини амалга оширишга қаратадиган ташкилот ҳисобланади. Ушбу ташкилот БМТнинг таклифи билан Осиё ва Тинч океани ҳудудида жойлашган мамлакатларни ривожлантириш ва камбағалликка қарши фаолият олиб бориш учун ташкил этилган.

Умуман олганда Банкнинг фаолияти валюта муносабатларига таъсирини эътироф этиш қийин, чунки ташкилотни валюта соҳасидаги масалалар қизиқтирмайди.

ОТБ нинг Ўзбекистонда валюта муносабатларига ривожланишига таъсир этиш имкониятларини Банк томонидан умумий бўлган валютани 2006 йилда муомалага чиқаришга режалаштирилаётганлиги орқали ифодаласа бўлади⁷¹.

Ушбу тадбирнинг биринчи босқичи 2006 йилда нақдсиз шаклда АСУ⁷² ҳисоб бирлигини киритишдан бошланиши керак эди. Ушбу валютанинг курси валюталар саватига киритилган валюта қиммат-

⁷¹ ОТБнинг 2006 йилдаги 40 - йиғилиши маърузасидан.

⁷² Осиё валютасининг номи 1979 йилда қабул қилинган ЕСУ дан олинган бўлган бўлиб, Asian Currency Unit – яъни Осиё Валюта Бирлиги маъносини билдиради.

ликлари асосида аниқланиб, ушбу саватга Хитой, Жанубий Корея, Япония ва АСЕАН га аъзо 10 мамлакат валютаси киритилган.

ХВФ мутахассислари ва Вашингтон ҳукумати ҳозирги пайтда бу валютанинг таъсирини таҳлил қилмоқда. Хитой, Янги Тайван ва Гонг Конг валюталари иштирок этган ҳар қандай валюта саватининг барқарор бўлиши шубҳасиз, АСУнинг айнан шу жиҳати жоиз бўлса, АҚШ долларини ортда қолдириши мумкин дея эътироф этилмоқда⁷³.

Ўзбекистоннинг Осиё тараққиёт банкига аъзолигини ҳисобга оладиган бўлсак, мамлакат валюта захирасида бу каби валютанинг пайдо бўлиши валюта диверсификациясини амалга ошириш имкониятини янада кенгайтишига хизмат қилиши мумкин.

9.2. Ўзбекистоннинг халқаро молиявий ташкилотлар билан ҳамкорлигини ўзига хос хусусиятлари

Маълумки, ҳозирги кунга келиб мамлакатимиз дунёнинг етакчи ва энг йирик молиявий ташкилотлари сафига қўшилмоқда. Ушбу ташкилотлар билан амалга оширилган лойиҳалар, улар томонидан ажратиб келинган ва келинаётган молиявий ресурслар мамлакатимиз иқтисодиёти ва бошқа секторларининг ривожига хизмат кўрсатиб келмоқда. Мамлакатимизнинг халқаро молиявий ташкилотлар билан ҳамкорлигининг бошланиши сифатида 1992 йилда амалга оширилган ишларни келтириб ўтиш мумкин. Айнан шу йилда мамлакатимиз дунёнинг энг йирик ва нуфузли халқаро молиявий ташкилотлари, Халқаро валюта фонди ва Жаҳон банки гуруҳи таркибига кирди. Ушбу интеграциялашув мамлакатимизда иқтисодиёт соҳасида амалга ошираётган ислохотлар учун янги йўللارни очиб берди. Ўзбекистон ва халқаро молиявий ташкилотлар ўртасидаги ҳамкорликнинг навбатдаги босқичи сифатида мамлакатимизнинг минтақадаги энг йирик молиявий ташкилотлар, Европа тикланиш ва тараққиёт банки ва Осиё тараққиёт банкига аъзо бўлиб киришида намоён бўлди.

Республикамизга, ҳозирги кунга келиб асосий молиявий маблағларни ажратиб келаётган молиявий ташкилотлар ичида Осиё тараққиёт банки ва Жаҳон банки гуруҳига кирган ташкилотлар алоҳида ўрин эгаллайдилар. Шунинг учун мамлакатимизнинг халқаро молиявий ташкилотлар билан молиявий муносабатларини

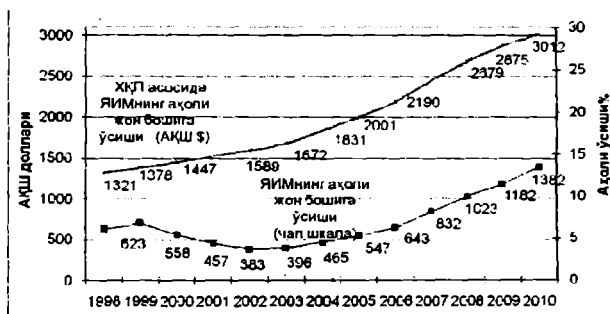
⁷³ Anthony Rowley. Boost for new monetary scheme. ADB 39th Annual Meeting, Hyderabad, India 2006.

таҳлил қилар эканмиз, айнан шу икки халқаро молиявий ташкилотларнинг мамлакатимиз билан алоқаларини таҳлил қилиш мақсадга мувофиқдир.

Ўзбекистон барқарор ўсишга эришди, камбағаллик даражасини кескин пасайишига эришди ва жаҳон молиявий инқирозини енгиб ўтди.

Ўзбекистон ва Жаҳон банки гуруҳи

Мамлакатимиз Жаҳон банки таркибига 1992 йилда кирган бўлиб, ҳозирги кунга қадар ушбу молиявий ташкилот билан ҳамкорликда 23 лойиҳани имзолашга эришди. Ушбу лойиҳаларни имзолаш жараёнида Жаҳон банки гуруҳи томонидан Ўзбекистондаги иқтисодий ўзгаришлар чуқур таҳлил этиб борилди.



9.2- расм. 1998-2010 йилларда Ўзбекистон иқтисодиётидаги макроиқтисодий ўзгаришлар⁷⁴

Ўзбекистондаги макроиқтисодий барқарорликка эришиш бора-сидаги дадил қадамлар Жаҳон банки гуруҳи томонидан ижобий баҳоланиб, давлатимизнинг рейтингини ошишига ва ажратилаётган кредитларни йўналишини ўзгаришига ҳамда лойиҳаларни кўпайишига олиб келди.

Лойиҳалар Халқаро тикланиш ва тараққиёт банки ҳамда Халқаро ривожланиш ассоциацияси томонидан молиялаштирилган бўлиб, имзоланган 23 лойиҳадан 13 таси ҳозирги кунга келиб якунланган бўлса, қолган 10 та лойиҳа ҳозирги кунда ҳам амалда.

⁷⁴ Жаҳон банкининг 2011-Йил ҳисоботлари асосида тузилди.

Ҳамкорлик даври давомида яқунланган лойиҳаларнинг умумий қиймати 549 млн. АҚШ долларига тенгдир.

Ҳозирги кунга қадар яқунланган лойиҳалар, асосан, инсон ресурсларини бошқариш ва ижтимоий муҳофазани кучайтириш, энергетика соҳасини такомиллаштириш ва қишлоқ ҳудудларида иқтисодий ўсишни таъминлашдан иборат.

9.2-жадвал

Жаҳон банки гуруҳи томонидан молиялаштирилган ва ниҳоясига етган лойиҳалар (31.12.2011 й. ҳолатига)⁷⁵

№	Лойиҳалар	Ажратилган маблағ (АҚШ долларисида, млн.)
1	Институционал ривожланиш	21
2	Иқтисодийётни қайта тиклаш	160
3	Пахтачилик соҳасини модернизациялаш	66
4	Иқтисодийётнинг институционал ривожланиши 1	25
5	Саломатлик 1	30
6	Иқтисодийётнинг институционал ривожланиши 2	28
7	Тошкент шаҳрини чиқиндилардан тозалаш	24
8	Давлат молия бошқарувидаги ислохотлар	0,9
9	Шаҳар транспортининг янгиланиши	29
10	Қишлоқ хўжалиги ҳудудидаги корхоналарни қўллаб-қувватлаш 1	36
11	Қишлоқ хўжалиги ҳудудида сув таъминотини яхшилаш	75
12	Бухоро ва Самарқанд шаҳарларининг сув таъминотини яхшилаш	40
13	Таълим 1	15
	Жами	549

Жаҳон банкининг республикамиз иқтисодийоти учун ажратган молиявий маблағлари мамлакат иқтисодий ривожланиши, ЯИМнинг ўсиши, иқтисодийётнинг модернизациялашувига қаратилган бўлиб, қуйидаги асосий тўрт йўналиш доирасида ўфодаланган:

- иқтисодий ўсиш учун замин яратиш;
- қишлоқ ҳудудида иқтисодий ривожланишни таъминлаш;

⁷⁵ Муаллифлар томонидан ишлаб чиқилган

- инсон ресурслари тараққиётини ва ижтимоий муҳофазани таъминлаш;
- атроф муҳитни ҳимоя қилиш ва у билан боғлиқ рискларни бошқариш.

Ҳозирги кунда амалда бўлган лойиҳаларнинг умумий суммаси 630 млн. АҚШ долларидан ортиқ бўлиб, лойиҳалар асосан инфратузилмани ривожлантириш ва аҳоли саломатлигини таъминлашга қаратилган бўлиб, жами 10 лойиҳа доирасида молиялаштирилиб кетинмоқда (3-жадвал).

9.3-жадвал

Жаҳон банки гуруҳи томонидан ҳозирги кунда Ўзбекистонда молиялаштирилиб келинаётган лойиҳалар⁷⁶ (31.12.2011 й. ҳолатига)

№	Лойиҳалар	Ажратилган маблаг (АҚШ доллариди, млн.)
1	Қишлоқ хўжалиги ҳудудидаги корхоналарни қўллаб-қувватлаш 2	68
2	Дренаж ва ирригацион тизимларни янгилаш	60
3	Саломатлик 2	40
4	Иккинчи умумий таълим	28
5	Фарғона сув ресурсларини бошқариш	66
6	Бухоро ва Самарқанд оқова сув тармоқларини модернизациялаш	55
7	Саноат корхоналарида энергия қувватларидан фойдаланиш самарасини ошириш	25
8	Сирдарё сув таъминотини яхшилаш	88
9	Толимаржон иссиқлик электр станциясини қуриш	110
10	Соғлиқни сақлаш тизимини такомиллаштириш	93
	Жами	632,5

Ўзбекистон Республикасига киритилган дастлабки маблаг – Техник ёрдам ва мамлакатда ташкилотларнинг барпо этилишига бағишланган эди. Киритилган сумма 21 млн. АҚШ долларига тенг бўлган бўлиб, бу лойиҳа 1994 йилдан 2000 йилгача давом этди. Лойиҳанинг асосий мазмуни иқтисодий ислохотларнинг олиб бо-

⁷⁶ Муаллифларлар томонидан ишлаб чиқилган.

рилишига қўмаклашишдир, инфратузилмани ривожлантириш, хусусийлаштирашни амалга ошириш ва албатта ижтимоий муҳофазани таъминлаш кирган эди.

Ушбу лойиҳанинг манتيқий давоми сифатида 1995 йилда 160 млн. АҚШ долларига тенг янги кредит ажратилди.

Мамлакатимизга ажратилган навбатдаги кредит 1994 йилда имзоланиб, лойиҳа 2002 йилда ниҳоясига етгунича ажратилиб келинди. Ажратилган сумма 66 млн. АҚШ долларига тенг бўлиб, у пахта етиштирилишини ривожлантириш, техник заминини яхшилашга қаратилиши билан бирга атроф муҳитни заҳарлашга қарши ҳам етарлича эътибор берди.

Эътибор берадиган бўлсак, Жаҳон банки гуруҳининг аксарият ажратмалари атроф муҳитни тозалигини сақлашга эътибор берди. Хусусан сув тозалигини сақлашга, айнан шу соҳадаги дастлабки кадам 1992 йилда қўйилди. Имзоланган лойиҳа «Сув таъминотини яхшилаш» деб аталди ва у амалга ошириладиган ишларнинг дебочаси бўлди, деб айтсак муболаға бўлмас. Ажратилган сумма 5 млн. АҚШ долларига тенг бўлди. Ундан сўнг 1997 йилда «Сув ва санитария» мавзусидаги лойиҳа доирасида 75 млн. АҚШ доллари ажратилди. Лойиҳа 2008 йилда тугатилди. Бунга қўшимча тарзда 2001 йилда яна бир лойиҳа доирасида 36,14 млн. АҚШ доллари берилди.

1998 йилнинг 21 майидан бошлаб эса Тошкент шаҳрида тупрокнинг шўрланишига қарши чора-тадбирларга бағишланган лойиҳа имзоланди. у 8 йил давом этиб, унинг доирасида 24 млн. АҚШ доллари банк томонидан инвестиция сифатида киритилди.

Дастлабки бобда таъкидлаб ўтилганидек, банкнинг асосий мақсадларидан бири дунёдаги инсонларнинг соғлигини яхшилаш, айнан шу мақсадда 1998 йилда мамлакатимиз билан «Саломатлик-1», 2004 йилда эса «Саломатлик-2» лойиҳалари имзоланди. Дастлабки лойиҳа доирасида 30 млн. АҚШ доллари ажратилган бўлса, иккинчисида 40 млн. АҚШ доллари ажратилди. Лойиҳаларнинг асосий мақсади сифатида – соғлиқни сақлаш ташкилотларининг техник базасини яхшилаш ва тажрибали кадрларни етиштириш бўлди. Дарвоқе, «Саломатлик-2» дастури 2010 йилнинг июнигача давом этди.

Иқтисодий соҳани янада ривожлантириш учун банк томонидан 1998 йилда 28 млн. АҚШ долларига тенг лойиҳа, 1999 йилда эса 25 млн. га тенг лойиҳа имзоланди. Ушбу лойиҳалар – Халқаро

ривожланиш ассоциацияси ва Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ўртасида имзоланди. Уларнинг асосий мақсади:

- иқтисодий ислохотларни янада чуқурлаштириш;
- тижорат банклари орасидаги рақобатни кучайтириш;
- банк соҳасида инновацион фаолиятни уйғотиш.

Янги асрга қадам қўйилганидан кейин ҳам Жаҳон банки гуруҳи ташкилотлари ва Ўзбекистон Республикаси орасидаги муносабат сусаймади. Эндиликда банк кўпроқ ижтимоий соҳаларга эътиборини кучайтирди. Хусусан 2000 йилнинг майида 29 млн. АҚШ долларига тенг Транспорт соҳасини ривожлантиришга бағишланган лойиҳа имзоланди. Унинг натижасида Самарқанд, Наманган, Бухоро, Нукус, Олмалик шаҳарларида транспорт таъминоти яхшиланди.

Таълим соҳасига 2006 йилда имзоланган лойиҳа натижасида 15 млн. АҚШ доллари ажратилди. Бу пуллар юқори синфларда ўқитиш самарадорлигини оширишга йўналтирилди. Лойиҳа 2009 йилнинг июнигача давом этди. Лойиҳанинг Ўзбекистон томонидан иштирокчиси Ўзбекистон Республикаси халқ таълими вазирлиги бўлди.

Банк янги соҳаларга кириб боришига қарамай, олдиндан ишлаб келган соҳаларни ҳам унутмади, яъни 2002 йилда «Бухоро ва Самарқанд шаҳарларида сув таъминотини яхшилаш» лойиҳасига 40 млн. АҚШ доллари ажратилди. Ушбу лойиҳа Самарқанд ва Бухоро шаҳарларининг сув таъминот хизмати томонидан амалга оширилган бўлиб, келажакда лойиҳанинг давоми ҳам молиялаштирилиши кутиляпти. Бундан ташқари Дренаж, ирригация ва мелиорация тизимларини яхшилаш учун 128 млн. АҚШ долларига тенг лойиҳа ишга тушди. Бу лойиҳа икки босқичли бўлиб, унинг биринчи босқичи доирасида 60 млн. АҚШ доллари берилиши мўлжалланган бўлса, 2008 йилда бошланган иккинчи босқичида яна 68 млн. АҚШ доллари ажратилади. Ҳар иккала лойиҳа Ўзбекистон Республикаси Қишлоқ хўжалиги вазирлиги томонидан амалга оширилди.

Юқорида таъкидланган техник ёрдам ва кредитлардан ташқари Жаҳон банки гуруҳи мамлакатимизга грантларни ҳам ажратиш билан шуғулланиб келмоқда.

4-жадвал маълумотларига асосан ажратилган грантларнинг энг каттаси Иқтисодий ўзгаришларнинг таҳлилига ажратилган, ажратилган сумма 414 млн. АҚШ долларига тенг бўлиб, у мамлакатимизнинг Иқтисодий тадқиқотлар марказига ажратилган.

Ушбу дастурнинг асосий мақсади – иқтисодий ўзгаришларни назарий асосларини баҳолаб бориш, уларни таҳлил қилиш ва шу билан шуғулланувчи ташкилотларнинг маъмурий техник базасини яхшилаш.

9.4-жадвал

Жаҳон банки гуруҳининг 2000-2011 йилларда мамлакатимизга қиритган грант маблағлари⁷⁷

№	Грант номи	Сумма (млн. АҚШ дол.)	Олган ташкилот
1	Статистика тизимидаги институционал ўзгаришлар	410,000	Ўзбекистон Республикаси давлат статистика қўмитаси
2	Иқтисодий ўзгаришларнинг таҳлили	414,000	Иқтисодий тадқиқотлар маркази
3	Монополияга қарши чоралар учун ўзгаришлар	250,150	Ўзбекистон Республикаси монополиядан чиқариш ва рақобатни кучайтириш қўмитаси
4	Пенсия ислохотлари	315,000	Ўзбекистон Республикаси Ижтимоий таъминот вазирлиги

Иккинчи грант миқдори 410 млн. АҚШ долларига тенг бўлиб, у ҳам назарий асосларни такомиллаштиришга қаратилган. Хусусан, статистик тизимини янгилашга йўналтирилган.

8-расм маълумотларидан кўриниб турибдики, жаҳон банки томонидан 2003 йилдан бошлаб Ўзбекистонга ажратилган кредитларнинг аксарият қисми ўзлаштирилган ва ҳозирги кунга келиб қолдиқ баланси 592,5 млн. АҚШ долларини ташкил этади. Банк томонидан молиялаштирилган лойиҳалар ҳам қамраб олинган.

Бу жаҳон банки экспертларининг ҳисобларига қараганда жуда яхши кўрсаткич бўлиб, 2012 йил давомида, яъни лойиҳадар айнан шу йилни ҳам қамраб олади, уларни ўзлаштиришга имкониятлар мавжуд. Чунки, Президентнинг молия соҳасига тегишли 1438 сонли, саноатни ривожлантиришга оид 1442 сонли, инфратузилма,

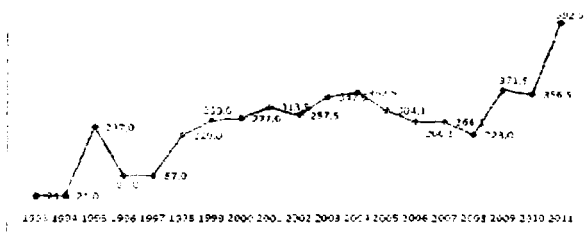
⁷⁷ Жаҳон банки гуруҳининг расмий Веб сайти маълумотлари асосида муаллифлар томонидан ишлаб чиқилган.

транспорт ва коммуникацияни ривожлантириш 1446 сонли ва тизимли ўзгаришларни жадаллаштиришга йўналтирилган 1464 сонли фармонларини амалга ошириш учун Жаҳон

Бундан ташқари монополияга қарши курашга бағишланган дастур учун ва пенсия тизимидаги ислохотларни қўллаб-қувватлаш мақсадида грантлар ажратилган.

Жаҳон банки гуруҳи ташкилотлари томонидан ажратилган пул маблағлари асосан ижтимоий ва иқтисодий соҳаларга тақсимланди. Шуни алоҳида таъкидлаб ўтиш керакки, ажратилган маблағлар мамлакатнинг кўпгина соҳаларида ҳолатнинг бир мунча яхшиланишига замин яратиб берди.

Жаҳон Банкининг амалдаги лойиҳалари қолдиқ баланси: млн. АҚШ \$



9.3-расм. Ўзбекистонга ажратилган маблағларнинг қолдиқ баланси⁷⁸

Жаҳон банки гуруҳи инвестициялари натижасида қуйидаги ижобий натижалар юзага келди:

- Қорақалпоғистон Республикаси ҳудудида 44 000 га яқин инсонлар тоза сув билан таъминланди. 800 000 га яқин кишиларнинг ҳар куни истеъмол қиладиган сувлари эса ҳам сифат, ҳам миқдор жиҳатидан яхшиланди.
- Республиканинг 90% аҳолиси сув таъминотига эга бўлди. Шу пайтнинг ўзида деярли 80% инсонлар сув таъминотидан қониқиб хосил қилдилар.
- Ирригация тармоқларининг яхшиланишидан деярли 5000 та фермер ўз ишини яхшилаш имконига эга бўлди.

⁷⁸ Жаҳон банкининг ҳисоботлари асосида тузилди.

- 50 га яқин фермерлар янги, замонавий ускуналарни сотиб олиб, ўзининг иш даражаларини анчагина яхшилаб олдилар.
- 2300 поликлиника янгидан иш бошлади.
- 11 млн.га яқин чекка тумандаги кишилар замонавий ва сифатли медицинага эга бўлди.
- Касалликларнинг сони камайди.

Осиё тараққиёт банкининг Ўзбекистон билан ҳамкорлиги

Ривожланаётган Осиё мамлакатлари ҳудудий халқаро банкни тузишга Марказий Африка Тараққиёт Банки (МАТБ) ва Африка Тараққиёт Банки (АФТБ) тузилгандан кейин астойдил ҳаракат қила бошлади. Осиё тараққиёт банкни (ОТБ) тузиш ҳақидаги аниқ таклиф 1963 йил сентябрида БМТнинг иқтисодий комиссияси томонидан берилди. Комиссия банк ҳудудий иқтисодий ҳамкорликнинг муҳим инструменти бўлади деб умид қилган эди. Бу таклиф 1963 йил декабрида Манилада бўлиб ўтган Осиё ҳамкорлиги бўйича министрлар конференциясида қўллаб-қувватланди ва конференция ЭКАДВ Ижроия котибиятига ОТБни тузиш чора-тадбирларини ишлаб чиқишни илтимос қилди. Натижада, Ижроия котибияти экспертлар гуруҳини ташкил қилди ва бу гуруҳга йирик мутахассислар жалб қилинди. ОТБ Халқаро Тикланиш ва Тараққиёт Банки (ХТТБ) ва МАТБ тажрибаларига асосланган ҳолда тузилди. Таъсисчилар ОТБнинг бир томондан ХТТБ билан, иккинчи томондан миллий банклар билан алоқасини кўзда тутган эди. Осиё мамлакатларига кўп томонли ёрдам кўрсатиш тизимини ХТТБ бошқариши керак эди. Осиё Тараққиёт Банки (ОТБ) - Осиё ва Тинч океани минтақаси мамлакатларининг ривожланиш лойиҳалари учун узоқ муддатга кредит ажратиш билан шуғулланадиган йирик давлатлараро молия ташкилотларидан бири ҳисобланади. Банк 1965 йилда ташкил топган, унинг бош қароргоҳи Манила шаҳри (Филиппинлар)да жойлашган. ОТБни тузишдан мақсад - Осиё ва Тинч океани минтақасидаги ривожланаётган мамлакатлар иқтисодий ва ижтимоий тараққиётига ёрдам беришдан иборат.

Токиода имзоланган ОТБ тўғрисидаги битимга кўра бу молиявий ташкилотнинг функциялари МАТБ функцияларига ўхшаш. Банк Осиё-Тинч океани ҳудуди (ОТОХ) мамлакатлари ҳудудий ҳамкорлигини, иқтисодий ривожланишини таъминлаши, аъзо мамлакатларга молиявий, иқтисодий ва техник ёрдам

кўрсатиши, уларнинг иқтисодий ҳаракатларини тартибга солиб туриши керак. Осиё Тараққиёт Банкининг асосий вазифалари этиб қуйидагилар белгиланди:

- Осиё мамлакатлари иқтисодий ривожига ва ҳамкорлигига кўмаклашиш;

- Давлат ва хусусий фондлардан капитал қўйилмаларнинг ўсишини таъминлаш;

- ОТОХга кирувчи мамлакатларга қарзлар бериш, бунда кичик ва энг паст ривожланган давлатларни молиялаштириш ҳамда ҳудудий-иқтисодий ҳамкорликни мустаҳкамловчи лойиҳаларга катта эътибор бериш керак;

- Ҳудудий савдонинг ривожланишига олиб келувчи иқтисодий режаларни тартибга солишда иштирок этиш;

- Ташқи манбалардан молиялаштириладиган лойиҳаларни таъйирлаш ва бажаришга техник ёрдам бериш;

- ОТОХ мамлакатлари ташқи савдосига ва иқтисодий ривожланишига ёрдам бериш;

- ОТБ заиф ривожланган мамлакатлар эҳтиёжига катта эътибор беради ва ҳудуднинг иқтисодий ривожланишига олиб келувчи регионал, субрегионал ва миллий лойиҳа ва режаларга катта эътибор беради.

ОТБни ташкил этиш жараёнида ривожланаётган давлатлар тўртта асосий шартни қўйдилар :

- капиталнинг 60 % и ЭСКАТО ҳудуди мамлакатлари внослари эвазига шакллантирилиши керак;

- Банк президенти регион давлатларидан бирининг вакили бўлиши керак;

- директорлар кенгашининг 12 аъзосидан 8 таси ҳудуд давлатлари вакили бўлиши керак;

- банк штаб-квартираси ҳудуд давлатларидан бирининг пойтахтида жойлашиши керак.

ОТБ уставига биноан Банк тизимига бир нечта махсус фондлар қиради:

- Имтиёзли шартларда узоқ муддатли кредитлаш махсус фонди;

- Осиё ривожланиш фонди;

- Техника ёрдами махсус фонди.

Ўзбекистон Осиё Тараққиёт банкига 1995 йилнинг августида аъзо бўлиб кирди. Республикамизнинг бу банкка аъзо бўлиши

иқтисодий ўзгариш жараёнини маълум даражада тезлаштиради, ҳамда тадбиркорлик ва бизнеснинг турли хил шакллари ривожланишига кўмаклашади. 1996 йилнинг 17 декабрида ОТБ нинг Директорлар Кенгаши Ўзбекистонга 50 млн.\$ миқдорда кредит линиясини 13 йил муддатга, дастлабки 3 йилини имтиёзли шартда очишга қарор қилди. Бугунги кунда бу кредит линияси тўлиқ ўзлаштирилган бўлиб, ўнлаб кичик ва ўрта бизнес лойиҳалари молиялаштирилди.

ОТБ асосан ўз кредитларини технология ва ускуналарни сотиб олиш, ишчи капитал харажатларини қисман қоплашга, кишлоқ хўжалиги секторида мавжуд ускуналарни модернизация қилиш, қайта қуроллантириш ва янги ишлаб чиқаришни ташкил этиш билан боғлиқ бўлган сублойиҳаларни молиялаштиришга берилади. Бу кредит линиясининг кредитори бўлиб ЎЗР ТИФ Миллий банки ҳисобланади. Қарз олувчи бўлиб хусусий, кичик ва ўрта корхоналар бўлиши мумкин (Аралаш капиталга эга бўлган корхоналар бўлиши мумкин, лекин бошқарув хусусий сектор кўлида бўлиши керак). Кредит олиш учун лойиҳа экспортбоп ёки импорт ўрнини босадиган маҳсулот ишлаб чиқарилиши ва валютада ўзини коплаши керак.

2003 йил охирида Осиё Тараққиёт Банки(ОТБ) Ўзбекистон Республикасида кишлоқ хўжалигини ривожлантириш учун умумий қиймати 99,2 млн. АҚШ долларига тенг иккита кредит линиясини очишга қарор қилди: «АМУ-ЗАНГ машина каналларини тиклаш» - 73,2 млн. АҚШ доллари ва «Бошокли экинлар ҳосилдорлигини ошириш» - 26 млн. АҚШ доллари. ОТБ нинг Ўзбекистонга ажратган кредитининг умумий ҳажми 1млрд. 340 млн. АҚШ долларига тенг бўлиб, 14 қўшма лойиҳани амалга оширишни назарда тутди. Шундан 745 млн. АҚШ долларига тенг кредит бугунги кунда амалда тасарруф этилмоқда. Бу билан ОТБ мамлакатимиз иқтисодиётига инвестиция киритаётган бошқа халқаро молия ташкилотларидан ўзиб кетди.

«АМУ-ЗАНГ» машина каналлари тизимини тиклаш» лойиҳасининг мақсади Аму-Занг ирригация тизимининг мустаҳкамлиги, самардорлиги ва барқарорлигини оширишдир. Бу тизим Амударёдаги насос станцияларини ўз ичига олиб, Сурхондарё вилоятида 100 минг гектар майдонга сув етказиб беради, вилоятдаги 400 минг кишининг турмуши асосан сугориладиган деҳқончилик билан боғлиқ. Лойиҳа доирасида 3 та асосий насос станцияси – Боботог,

Аму-Занг ва Аму-Занг 2 ни реконструкция қилиш кўзда тутилган. АМУ-Занг каналининг магистрал ирригация ва дренаж тизимини режали таъмирлаш ва тиклаш (асосий каналларнинг айрим қисмлари, гидроиншоотларни тиклаш, соҳилни бетонлаш) сув ўтказиш имкониятларини ошириш ҳамда сувнинг унумли ва ўз вақтида тақсимланишига йўналтирилган.

Ҳисоб-китобларга кўра, ушбу лойиҳа амалга оширилгач, мазкур ҳудудларда яшовчи 200 минг киши ижтимоий ва иқтисодий фойда кўради, яъни уларнинг даромадлари ортади, янги иш ўринлари яратилади.

Таъкидлаш жоизки, Ўзбекистон Республикаси билан ОТБ нинг ўзаро манфаатли ҳамкорлиги жадал ривожланмоқда. Транспорт инфратузилмаси, қишлоқ хўжалиги, базавий ва ўрта махсус касб-ҳунар таълими, коммунал хўжалик, кичик ва ўрта бизнес соҳаларида кўшма лойиҳалар амалга оширилмоқда. Фақат 2003 йилнинг ўзида базавий таълим, микромолиялаш, энергетика инфратузилмаси соҳаларида кўшма лойиҳаларни амалга ошириш учун Ўзбекистон Республикаси ҳукумати ва ОТБ ўртасида умумий қиймати 198,5 млн. АҚШ долларига тенг 4 та битим имзоланди.

2003 йилда Ўзбекистон Республикаси ҳукумати билан ОТБ 2004-2006 йилларга мўлжалланган қиймати 500 млн. АҚШ долларига тенг уч йиллик ҳамкорлик дастурини амалга ошириш борасида келишувга эришилди. Бу дастур оналик ва болаликни муҳофаза қилиш, ичимлик сув билан таъминлаш, корхоналарни хусусийлаштиришдан кейин қўллаб-қувватлаш, корпоратив бошқарувни такомиллаштириш, энергетикада янги қувватларни ривожлантириш, ерларнинг мелиоратив ҳолатини яхшилашга қаратилган кўшма лойиҳалар амалга оширишни назарда тутди.

Бундан ташқари Қорақалпоғистонда ОТБ гранти ёрдамида Гаров фонди очилди. Маблағи 120 минг АҚШ долларига тенг бўлган бу жамғармани тузишдан мақсад, Орол бўйида тадбиркорлик, кичик ва ўрта бизнесни ривожлантиришга кўмаклашиш ва қишлоқ хўжалик маҳсулотини қайта ишлашни йўлга қўйишда ёрдам беришдир. Ушбу гаров фонди тадбиркорлар учун 10 млн. сўмга қадар кредит олинаётганида гаровга кафолат беради.

Фонд ҳозирнинг ўзидаёқ икки тадбиркорга 12 млн. сўмлик кредит олиш учун гаров берди. Йил охиригача яна 18 тадбиркорни шу йўсинда қўллаб-қувватлаш режалаштирилган. Шу кунларда 10 та бизнес лойиҳа кўриб чиқилмоқда.

Ҳозирда Қорақалпоғистонда 133 минг кичик ўрта бизнес субъекти бор. Бу эса ўтган йилнинг шу даврига нисбатан 2390 тага кўпдир. Натижада 3169 та янги иш ўринлари бунёд этилди. ОТБнинг Тошкентдаги ваколатхонасидан хабар беришларича, банк Қорақалпоғистондаги бизнес-инкубатор билан шартнома тузган, ушбу хужжатга кўра кичик корхоналарни ривожлантириш лойиҳаларини амалга ошириш мўлжалланмоқда. Шу мақсадда ОТБ Қорақалпоғистондаги ишлаб турган корхоналарга грантлар ажратмоқда. Шунингдек, 10 минг АҚШ долларигача бўлган суммага қишлоқ хўжалиги ва ускуна лизинги учун ҳам грантлар бермоқда.

Умуман олганда, тасдиқланган стратегияга мувофиқ 2005 йилгача бўлган даврда ОТБ лойиҳа ссудалари беради, техникавий ёрдам кўрсатади ва зарурат туғилганда шошилинч тўлов операцияларини ўтказиши мумкин. Ўзбекистон ҳукумати Осиё тараққиёт банки (ОТБ)нинг 585 млн. АҚШ доллари миқдорида ажратган мультитранш кредитини биринчи тоифали миллий автомагистрал қуриш учун жалб қилади.

Жорий йилнинг биринчи ярмида биринчи траншни ажратиш тўғрисида келишувни имзолаш режалаштирилиб, унинг миқдори аниқлаштирилмоқда.

Биринчи траншнинг кредит маблағлари «Ғузор-Бухоро-Нукус-Бейнов» (А-380) автоўлининг 50 км узунликдаги қисмини реконструкция қилишга йўналтирилади. Реконструкцияни амалга оширишга жорий йил декабрида киришиш режалаштирилмоқда. Қурилиш муддати – икки йил. Ўтган йил май ойида Ўзбекистон Президенти Ислам Каримов 2009-2014 йилларда 2,6 млрд. долларга яқин қийматга эга биринчи тоифали миллий автомагистрални қуриш дастурини тасдиқлади. Дастур доирасида 2015 йилга келиб, республикада умумий узунлиги 1501 км келадиган автомобиль йўлларининг тўртта қисмини қуриш режалаштирилмоқда.

ОТБнинг маблағлари 220 км узунликдаги А-380 автомобиль йўли қисмлари реконструкциясига йўналтирилади. Дастурга мувофиқ, олти йил давомида бетон ва цемент қопламали, узунлиги 400 км келадиган тўрт тасмали йўллар, бетон-асфальт қопламали 813 км тўрт тасмали йўллари ва бетон-асфальт қопламали 288 км икки тасмали йўллари қурилади. Қурилиш шунингдек, етти та транспорт чорраҳаларини ва 1488 км йўл қувурлари ҳамда кўприкларни бунёд этишни кўзда тутди. 2,6 млрд. долларга яқин қийматдаги лойиҳани молиялаштириш ОТБнинг мультитранш

кредитидан ташқари, 1,68 млрд. доллар миқдоридagi ҳукумат маблағлари ҳисобига, шунингдек, Хитой ҳукуматининг Шанхай ҳамкорлик ташкилотига аъзо-мамлакатлар учун кредит линияси ҳамда бошқа халқаро молия ташкилотлари ҳисобига амалга оширилади. Дастур халқаро молия ташкилотлари маблағларини бетон ва цемент қопламали йўл қисмларини қуриш ва технологияни сотиб олиш учун жалб қилишни кўзда тутади.

9.5- жадвал

Осиё тараққиёт банки томонидан Ўзбекистонга ажратилган кредитлар ва Техник ёрдамлар⁷⁹ (млн.АҚШ долл.)

	1995-2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Тасдиқланган лойиҳалар	822	68	57	62	127	132	64	656
Оддий капитал ресурслари бўйича кредитлар	755	65	-	33	96	85	-	390
Осиё ривожланиш фонди кредитлари	20	-	55	28	30	45	60	265
Техник ёрдам лойиҳалари	27	3	2	2	1	2	4	0.6
Тасдиқланган лойиҳалар	230	106	90	49	59	59	138	151
Туланганлари	193	89	92	59	51	49	126	82

Эслатиб ўтамиз, 2007 йил декабрида ОТБ Директорлар Кенгаши Ўзбекистон ҳукуматига 180 млн. доллар қийматга эга «Ғузор-Бухоро-Нукус-Бейнов» автомобиль йўли реконструкцияси учун 75,3 млн. доллар миқдоридa кредит ажратилишига розилик билдирган. Маълумот. Ўзбекистон автомобил йўллари умумий узунлиги 146,4 минг км.ни ташкил этади. Улардан 42,5 минг км – умумий фойдаланишдаги магистрал йўллари, жумладан, 3200 км – халқаро ҳамда 18,8 минг км – давлат миқёсидaги автотрассалардир. Ўзбекистон ҳудуди бўйлаб 20 та халқаро транспорт маршрутлари ва йўналишлари ўтади.

⁷⁹ Development Effectiveness Brief Uzbekistan 2010, p.1

Айтиш жоизки, Ўзбекистон билан ОТБ ўртасида ишлаб чиқарилган ҳамкорлик стратегиясига биноан мамлакатимизга техникавий кўмак йўналишлари бўлиб қуйидагилар танланди:

инвестиция лойиҳаларини тайёрлашни молиялаштириш;

меъёрий негизни такомиллаштиришга кўмаклашиш;

турли давлат муассасаларига консалтинг хизматларини кўрсатиш;

тадбиркорликни ривожлантиришга кўмаклашиш;

экология ва соғлиқни сақлаш соҳасидаги муаммоларни ҳал этишга кўмаклашиш;

иктисодиётнинг турли тармоқларидаги миллий кадрларни тайёрлаш ва уларнинг малакасини ошириш.

6 жадвал маълумотларига кўра шу даврдан 2010 йилга қадар ташкилот томонидан мамлакатимизга ажратилган жами пул миқдори 1 млрд. 993 млн. АҚШ долларини ташкил этаётган бўлиб, ушбу сумманинг 97%, яъни 1 млрд. 950 млн. АҚШ доллари Ўзбекистонга 35 та займ доирасида ажратилган бўлса, қолган 43 млн. 200 минг АҚШ доллари грант ёрдамлари сифатида берилган. 2010 йилда Осие тараққиёт банки Ўзбекистон Республикасига 656 млн. АҚШ долларини асосий инфратузилмани ривожлантириш мақсадида ажратди, ушбу ажратилган сумма энергетика, транспорт, сув таъминоти ва кичик бизнес корхоналарини ривожлантиришга сарфлаш мўлжалланган. Ҳозирги кунга келиб мамлакатимиз Осие тараққиёт банкнинг регионал аъзолари қаторидан 15-аъзо бўлиб намоён бўлса, қарз олган мамлакатлар қаторида 14-саҳифани банд этиб келмоқда.

Маълумки, сўнгги йилларда мамлакатимиз ЯИМ доимий равишда ўсиб келмоқда. Бунга асосий сабаб, албатта мамлакатимизда белгилаб олинган ривожланиш дастурлари ва ҳукуматимизнинг олиб бораётган сиёсати замин яратиб келмоқда, деб айтсак муболага бўлмайди. Бундан ташқари, ўсишнинг асосий сабаблари сифатида саноат ва инфратузилмани ривожлантиришга киритилган молиявий маблағларни ва уларни тўғри ва оқилона ўзлаштирилганлигини кўрсатсак бўлади.

Осие тараққиёт банки томонидан ишлаб чиқилган ва тайёрланиб келинаётган мамлакат ривожланиш стратегияси, Ўзбекистонда амалга оширилаётган иқтисодиётнинг модернизация жараёни билан узвий боғланган тарзда тузилмоқда. Хусусан, банк томонидан 2011-2014 йилларга мўлжалланган ривожланиш дастурининг

асосий йўналиш ва мақсадларига иқтисодий ўсишни давом эттириш ва янада ошириш, хусусий ва молиявий секторни ривожлантириш, транспорт инфратузилмасини ва инсон капиталини янада ривожлантириш киради. Қайда этиб ўтилган йўналишларнинг ривожланиши эса ўз-ўзидан иқтисодиётнинг ўсишини таъминлаш билан биргаликда янги иш ўринларини яратишга ва аҳоли турмуш даражасини оширишга хизмат қилади.

9.6- жадвал
1996-2010 йилларда ОТБ томонидан Ўзбекистонга ажратилган кредитларнинг тақсимланиши (жами 1.993 млн.АҚШ долл.)⁸⁰



Юқорида қайд этиб ўтилганидек, мамлакатимиз Осиё тараққиёт банки билан 16 йилдан ортиқ вақт давомида ҳамкорлик қилиб келмоқда. Шу давр мобайнида амалга оширилган лойиҳаларнинг барчаси ўз олдига асосий мақсад сифатида аҳоли турмуш даражасини оширишни кўйиб келган. Бу эса ўз навбатида таълим, қишлоқ хўжалиги, транспорт, сув таъминоти, коммунал хўжалик ва кичик бизнес корхоналарига таъсир кўрсатди.

⁸⁰ Development Effectiveness Brief Uzbekistan 2010, p.2

9.7-жадвал

Осиё тараққиёт банки томонидан Ўзбекистон Республикасига ажратилган кредитлар⁸¹ (млн. АҚШ долл. 31.12.2011 й. ҳолатига)

Тармоқ	Займларнинг сони	Микдори	Фонд (%)
Қишлоқ хўжалиги ва табиий ресурслар	8	345,4	17,75
Таълим	8	290,5	14,93
Молия	3	420,0	21,58
Энергетика	2	70,00	3,6
Соғлиқни сақлаш ва ижтимоий химоя	1	40,00	2,06
Саноат ва савдо	1	50,00	2,57
Давлат секторини бошқариш	1	20,00	1,06
Транспорт ва инфор­мацион технологиялар	5	380,3	19,54
Сув таъминоти ва комму­нал хўжалик	6	329,0	16,91
Жами	35	1945,90	100

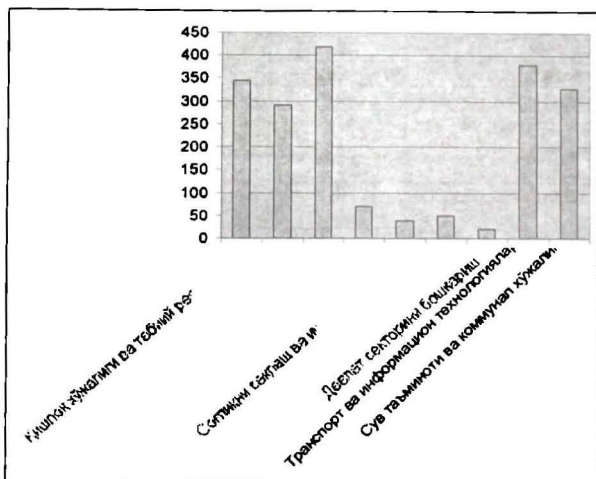
Осиё тараққиёт банки томонидан бугунги кунга қадар 35 кредит лойиҳалари ажратилган бўлиб, уларнинг умумий қиймати 1 млрд. 950 млн. АҚШ доллари­дир (7-жадвал).

Осиё тараққиёт банки билан биргаликда амалга оширилган лойиҳалар қаторидан жой олган «Ўқув адабиётларнинг нашрини такомиллаштириш»га ба­гишланган лойиҳа натижаси­да мактабларда янги ўқув адабиётларни ижарага олиш инновацион тизими яратилди ва мактаб ўқувчилари янги, сифатли адабиётларга эга бўлдилар. Бу эса ўз навбатида таълим сифатини оширишга ва кам таъминланган оилаларнинг болаларини ўқиш имкониятларини кенгайтирди.

Ажратилган суммалар таҳлили шуни кўрсатадики, Осиё тараққиёт банки ўз стратегиясига со­дик қолган ҳолда асосан, ижтимоий соҳаларни қўллаб-қувватлашга катта эътибор бермоқда (9-расм).

⁸¹ Осиё тараққиёт банки ҳисоботлари асосида муаллифлар томонидан ишлаб чиқилган.

Ҳамкорлик йилларида амалга оширилган яна бир гуруҳ лойиҳалар сув ресурсларини бошқаришга қаратилди. Бу лойиҳаларнинг амалга оширилиши, биринчидан шаҳарларнинг дренаж тизимларини янгиланишига ва модернизация қилинишига замин яратган бўлса, иккинчидан тупроқ унумдорлигини оширишга ва унда фаолият юритувчи деҳқонларнинг кўпроқ ҳосил олишига ёрдам беришдир.



9.4-расм. Осиё тараққиёт банки томонидан Ўзбекистон Республикасига ажратилган кредитларнинг соҳалар бўйича тақсими (31.12.2011 й. ҳолатига)⁶²

Мамлакат иқтисодиётини ривожлантиришда, айниқса транспорт инфратузилмасининг яхши ривожланганлиги муҳимдир, айнан шу мақсадда, Осиё тараққиёт банки ва Ўзбекистон Республикаси ўртасида амалга оширилган лойиҳалар қаторида алоҳида эътибор транспорт ривожланишига қаратилган бўлиб, темир йўл тизимининг модернизациялашуви амалга оширилди, бу эса умумий ҳисобда 660 км темир йўlining реконструкция қилинишига замин яратиб берди. Амалга оширилган янгиланиш ишлари дунё стан-

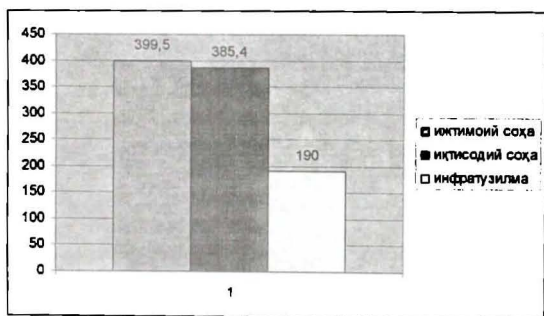
⁶² Осиё тараққиёт банки ҳисоботлари асосида Муаллифлар томонидан ишлаб чиқилган

дартлари даражасида олиб борилиб, нафақат темир йўлнинг янги-ланишига, балки телекоммуникацияларнинг янгиланишига ва компьютерлаштирилишига имкон берди. Амалга оширилган ишлар нафақат моддий неъматларнинг яратилишига, балки инсон ресурсларнинг ривожланишига туртки бўлди, чунки ушбу қурилиш натижасида мамлакатимизда янги иш ўринлар очилиб, мутахассисларнинг малакаси оширилишига ёрдам берди.

Осиё тараққиёт банки томонидан молиялаштирилган кредитлар давлат молия секторини янгиланишига хизмат қилди. Натижада, мамлакатимизда мавжуд бўлмаган Ғазначилик тизими юзага келди.

Шу ўринда ажратилган кредит линиялар ижтимоий соҳа ривожига, хусусан соғлиқни сақлаш соҳасини ҳам қамраб олганлигини айтиб ўтиш зарур. Хусусан, амалга оширилган ишлар натижасида Жиззах, Гулистон ва Қарши шаҳарлари аҳолиси тоза ичимлик сувига эга бўлган бўлсалар, «Она ва бола соғлиғини мустақамлаш» лойиҳаси натижасида эса 1600 та шифокор ва 20 000 та ҳамширалар қайта ўқитилдилар.

2010 йилда Осиё тараққиёт банки томонидан тайёрланган лойиҳа натижасида кўп томонлама электрэнергияни ишлаб чиқариш режалаштирилмоқда, ушбу лойиҳа Толимаржон ТЭС замирида икки буг-газ қурилмаларнинг қурилиши натижасида амалга оширилиши кутилмоқда.



9.5-расм. Осиё тараққиёт банки Ўзбекистонга киритган маблағларнинг соҳалар бўйича тақсироти (31.12.2011 й. ҳолатига)⁸³

⁸³ ОТЕ маълумотлари асосида ишлаб чиқилган.

Маълумки, Осиё тараққиёт банки томонидан молиялаштирилётган лойиҳалар фақатгина ушбу ташкилот томонидан ажратилган пул маблағлари ҳисобидангина бўлиб қолмай, бошқа молиявий маблағларни жалб қилиш йўли билан амалга оширилади. Бу ҳукумат, давлат органлари, молиявий ташкилотлар ва хусусий корхоналарнинг лойиҳаларни молиялаштиришда иштирок этишини таъминлайди. Бундай йўл тутилиши ўз навбатида барча манфаатдор шахс ва субъектларнинг фаолиятини тўғри йўналтиришга ёрдам беради.

2011 йилнинг бошига келиб, қўшма молиялаштирилган лойиҳалар доирасида Ўзбекистон томонидан инвестицион лойиҳаларга 366,5 млн. АҚШ доллари ва 6 техник кўмак доирасида 3,3 млн. АҚШ доллар пул маблағлари ажратилди. Юқоридаги суммаларни алоҳида кўриб чиқар эканмиз, шунга гувоҳ бўлишимиз мумкинки, Ўзбекистон Республикаси Осиё тараққиёт банкига аъзо бўлган давр мобайнида амалга оширилган 615 та кредит лойиҳалари доирасида 259,99 млн. АҚШ доллари ажратилди. Бундан ташқари йирик маслаҳатчи компаниялар (6-жадвал) 89 шартнома доирасида 10,76 млн. АҚШ доллари суммасига тенг фаолиятни заёмлар доирасида амалга оширган бўлсалар, техник кўмак доирасида бу кўрсаткич 112 шартнома ва 3,84 млн. АҚШ долларига тенг бўлди.

Айтиб ўтилганидек, Халқаро молиявий ташкилотларнинг мамлакатлар билан алоқалари нафақат тўғридан-тўғри йўсинда, балки қўшма лойиҳалар орқали, консорциумларнинг тузилиши натижа-сида молиялаштириш ишларини амалга оширади.

Осиё тараққиёт банки ва Ўзбекистон ўртасидаги молиявий муносабатлар ҳам бундан мустасно эмас. Осиё тараққиёт банки молиялаштираётган лойиҳалар БМТнинг ривожланиш дастури, Жаҳон банки ва бир қатор мамлакатлар ҳукуматлари билан биргаликда амалга оширилади. Ушбу сўзларнинг тасдиғи сифатида Осиё тараққиёт банки, Жаҳон банки ва БМТнинг ривожланиш дастури доирасида 2006-2010 йилларда аҳоли турмуш даражасини ошириш дастурининг молиялаштирилишидир. 2008-2009 йилларда Осиё тараққиёт банки, Европа тикланиш ва тараққиёт банки ва Халқаро валюта фонди мамлакатда молия тизимини такомиллаштириш борасида амалга оширган лойиҳаларни биргаликда молиялаштирилган бўлса, 2009 йилда Осиё тараққиёт банки ва Ислон тараққиёт банки Ўзбекистонда «Навоий» эркин индустриал зонасига инвестицияларни жалб қилиш борасида ўтказилган кўрғазмани ташкиллаштирилишни молиялаштириб берди.

Х 606. МИЛЛИЙ ВАЛЮТА КУРСИ ЎЗГАРИШИНING ИҚТИСОДИЙ ЖАРАЁНЛАРГА ТАЪСИРИ

10.1. Миллий валюта – сўмнинг алмашув курси динамикаси ва унга таъсир қилувчи омиллар

Сўмнинг номинал алмашув курси Республика валюта биржасидаги хорижий валюталарга бўлган талаб ва таклифдан келиб чиққан ҳолда эркин валюта савдоси асосида аниқланмоқда. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 22 июндаги №263 сонли «Валюта бозорини янада эркинлаштириш чора – тадбирлари тўғрисида»ги ва 2001 йил 10 июлдаги №294 «Биржадан ташқари валюта бозори фаолиятини ташкил қилиш тўғрисида»ги қарорларига асосан, республикаимиз ички валюта бозоридаги барча операциялар талаб ва таклиф асосида аниқланадиган валюта курси бўйича амалга оширилиши белгиланди. Шунини алоҳида таъкидлаш жоизки, республикаимиз валюта биржасининг асосий ижобий ютуқларидан бири бу 2008 йилдан бошлаб Еврони Республика валюта биржасида олди-сотди объектига айлантирилганлигидир. 2008 йилга қадар Республика валюта биржасида фақат битта валюта – АҚШ доллари олди-сотди қилинар эди.

Валюта курси – халқаро савдо, кредит ва капитал ҳаракатларида; миллий ва жаҳон бозорлари нархларини таққослашда; банклар ва фирмаларни валютадаги ҳисоб варақларини қайта баҳолаганда ишлатилади. Валюта курси шаклланишига жуда кўп омиллар таъсир кўрсатади, булар:

– Мамлакат иқтисодиётидаги инфляция даражаси. Мамлакатдаги инфляция даражаси (бошқа омиллар ўзгармас бўлганда) қанчалик юқори бўлса миллий валюта қадри шунчалик паст бўлади, ва аксинча, инфляция нақадар камайиб борса миллий валюта қадри шу қадар ошиб боради;

– Тўлов баланси ҳолати. Ижобий қолдиққа эга тўлов баланси миллий валюта курсининг ошишига замин яратса, унинг пассив бўлиши аксинча валюта курси тушишига олиб келади;

– Фоиз даражалари ўртасидаги фарқ. Бунинг таъсири иккита ҳол билан изоҳланади: биринчидан, мамлакатдаги фоиз даражаларининг ўсиши шу давлатга қисқа муддатли капиталлар ҳаракатини юзага келтириши мумкин; иккинчидан, фоиз даражалари тўғридан

– тўғри валюта бозорларига ва ссуда капиталлари бозорига таъсир кўрсатади.

– Валюта бозорлари фаолияти ва чайқовчилик билан боғлиқ валюта операциялари. Агарда, бирор – бир валюта курси туша бошласа, у ҳолда банклар ва бошқа корхона – фирмалар ушбу валютадаги активларини тезроқ сотишга ва ўзларининг ушбу валютадаги позицияларини ёпишга ҳаракат қилишади. Бу ҳаракат, ўзи шундоқ ҳам курси пасаяётган валютани аҳолини янада ёмонлашувига олиб келиши мумкин;

– Миллий валютага жаҳон ва миллий бозорларда ишонч даражасини ўзгариши. У давлатнинг иқтисодий ва сиёсий ҳолати билан аниқланади. Чунки, валюта дилерлари бирор – бир валюта билан операция қилишдан олдин ушбу валюта мамлакатининг келгусидаги ўзгаришлари динамикасини ҳисобга олган ҳолда ҳулоса қилади ва кейингина операцияни амалга оширади;

– Мамлакатда юритиладиган валюта сиёсати ҳам бевосита таъсир кўрсатади.

Миллий валюта курсининг шаклланиши кўп омилли жараён ҳисоблангани боис, унга таъсир қилувчи монетар омиллар ҳусусида сўз юритамиз.

Миллий валютанинг алмашув курсига таъсир қилувчи муҳим монетар омиллардан бири инфляция ҳисобланади. Инфляция даражасининг ошиши айниқса, талаб инфляциясининг кучайиши товарлар ва хизматлар баҳоларининг ўсишига олиб келади. Бунинг натижасида миллий валютанинг товарлар ва хизматларга нисбатан қадрсизланиши юз беради. Инфляциянинг миллий валютанинг алмашув курсига таъсирининг иккинчи жиҳати тўлов баланси билан боғлиқ бўлиб, инфляциянинг кучайиши натижасида товарларнинг баҳоси ошиб, уларни экспорт қилиш қийинлашади. Натижада экспорт тушуми камаяди ва миллий валюта алмашув курсининг паясий хавфи юзага келади.

Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасининг ўзгариши муомаладаги пул массасининг ўзгаришига олиб келади. Бу эса, муомаладаги пул массасининг асосий қисмини тижорат банкларининг кредит эмиссияси натижасида юзага келиши билан изоҳланади.

Миллий валютанинг алмашув курсига таъсир қилувчи муҳим омиллардан яна бири мамлакат ташқи қарзининг даражаси ҳисобланади. Ташқи қарзнинг мамлакат ялпи ички маҳсулотига нисбатан

60 фоиздан ошиши тўлов баланси ҳолатининг ёмонлашишига олиб келади. Чунки бунда хорижий валюталар таклифининг камайиши юз беради.

Инфляция даражасининг сўнги йилларда барқарорлаштиришга муваффақ бўлинганлиги сўмнинг алмашув курсига ижобий таъсир кўрсатади. Халқаро валюта фонди экспертларининг хулосасига кўра, инфляциянинг йиллик даражаси 10 фоиздан ошмаса, у макрониктисодий ўсиш суръатларига сезиларли даражада салбий таъсир кўрсатмайди.

2005-2011 йилларда мамлакатимиз ташқи савдо балансининг ижобий сальдоси миқдори ўсиш тенденциясига эга бўлган. Шунинг айтиши жоизки, 2011 йил январ ҳолатига ташқи савдо сальдоси 1,8 баравар кўпайганлигини таъкидладилар. Бу эса, хорижий валюталар таклифининг ошишига хизмат қилади ва сўмнинг алмашув курсига ижобий таъсир кўрсатади.

Шундай қилиб, валюта курсининг аниқланиши ва шаклланиши жуда мураккаб жараён бўлиб ҳисобланади. Ҳеч ким валюта курсининг келгусидаги ўзгаришини аниқ қилиб айтиб бера олмайди, фақат уни мавжуд иқтисодий, сиёсий ва бошқа омилларни инобатга олган ҳолда тахмин қилиш мумкин ҳолос. Валюта курси ҳар вақтнинг ўзига мос талабларидан келиб чиққан ҳолда валюта бозоридаги валютага бўлган талаб ва таклиф асосида аниқланади.

Хорижий валютага талабни қуйидаги омиллар натижаси⁸⁴ деб қараш мумкин:

– Товар ва хизматлар импорти учун зарур бўлган хорижий валюталар;

– Капитал экспортини амалга ошириш учун.

Хорижий валюталар таклифи бўлса:

– Товар ва хизматларни экспортдан тушган валюта маблағлари;

– Капитал импортдан келадиган валюталар.

Миллий ва жаҳон бозорларининг таннарх кўрсаткичлари орасидаги боғловчи инструмент сифатида амал қилган ҳолда, валюта курси халқаро иқтисодий алоқаларда ва ишлаб чиқаришда алоҳида ўрин эгаллайди. Ишлаб чиқарувчи, тадбиркор валюта курси орқалигина ўзининг маҳсулоти, хизмати таннархини жаҳон бозори баҳолари билан солиштиради. Бу – алоҳида корхоналарнинг ва умуман олганда давлатнинг амалга оширган ташқи иқтисодий

⁸⁴ Kyuichiro Tachi. The Contemporary Japanese Economy. Tokyo 2001. Page-146

алоқалари натижаларини сарҳисоб қилишга имкон беради. Валюта курси – импорт ва экспорт нархларига, фирмаларни рақобатбардошлигига, ҳамда уларни даромадларига маълум маънода таъсирини ўтказиши. Чунки, валюта курси ўзгариши билан халқаро алоқалар субъекти оладиган даромад миқдори ўзгариши ва бунинг натижасида унинг ялли ишлаб чиқариш натижасига таъсир қилади.

Валюта курси пасайиши натижасида экспортёрлар маълум маънодаги қўшимча даромадга эришиши ва бу уларни рағбатлантиради. Валюта курси пасайиши эвазига улар томонидан жаҳон бозорига таклиф қилинаётган маҳсулот ва хизматлар учун энди улар олдингига кўра пастроқ нарх белгилашади. ҳамда рақобатда ғолиб чиқиш имконига эга бўлишади. Аммо, бу экспортёрни маълум маънодаги қўшимча даромадига, унинг ўз давлати материал бойликлари йўқотиши эвазига эришаётганлигини эсдан чиқармаслиги лозим. Шунингдек, валюта курсининг пасайиши импортни қимматлашувига олиб келади, ҳамда истеъмолчилар томонидан миллий иқтисодда ишлаб чиқарилаётган товар ва хизматларга бўлган талабни ошириб, миллий ишлаб чиқаришни ривожланишига туртки бўлиши мумкин. Лекин шуни айтиш жоизки, миллий валюта курсининг пасайиши ташқи қарз (валютадаги) юқини оширади. Чет эллик инвесторлар учун, миллий валютада олинган даромадларини, фойзаларини, дивидендларини олиб чиқиб кетишлари фойдасиз бўлади ва уларни бу олган маблағларини қайта инвестиция қилишга, ёки миллий ишлаб чиқариш маҳсулотларини сотиб олишга ва кейин экспорт қилишга ҳаракат қилишга ундайди.

Валюта курси ошганида эса ички нарх навонинг рақобатбардошлиги пасаяди, экспорт самарадорлиги камаяди, ва бу экспортга йўналтирилган соҳаларнинг ва охир оқибатда миллий ишлаб чиқаришни қисқаришига олиб келиши мумкин

Ҳар бир давлат ўз миллий валютасига эга бўлади, лекин ҳеч бир давлат ўзи алоҳида чет эл давлатлари билан алоқа қилмасдан, айниқса иқтисодий алоқага киришмасдан ўзида мавжуд эҳтиёжларни тўла қондира олмайди. Шу боис ҳам, ҳар бир давлат ўзида етарли даражадаги олтин – валюта захираларига эга бўлиши ва миллий валютаси айрибошланадиган бўлиши талаб қилинади. Валюта айрибошланишини таъминлашнинг икки тури мавжуд бўлиб: валютанинг ички конвертацияси ва ташқи конвертацияси таъминланиши мумкин, бу ушбу давлатда юритилаётган монетар сиёсатнинг тутган ва ўзига белгилаб олган мақсадидан келиб чиқади.

Олдин ҳам келтирганимиздек, валюта курсини: номинал ва реал курслари мавжуд бўлиб, реал валюта курси халқаро молияда асосий оқувчи баҳо вазифасини ўтайди. Қисқа ва узок давр оралиғидаги валюта курси ўзгаришини келтириб чиқарувчи маълум бир формулани талқин қилиш билан боғлиқ олиб борилган ўрганишларга жуда катта эътибор қаратилган бўлсада, аниқ бир тўхтамга келинмаган. Реал валюта курсидаги ўзгаришларни ўрганиш шуни кўрсатмоқдаки, - дейди ХВФ экспертлари Мензи Чин ва Луис Жонстон, - бу курсдаги ўзгаришлар жуда чегараланган характерга эга⁸⁵.

Валюта курсини номинал лангар (nominal anchor), яъни аниқ белгиланган мўлжал сифатида ишлатилиши унинг махсус белгиланган нишон даражасида бўлишлигини таъминлаш учун олиб бориладиган ҳаракатлардан келиб чиқади. Валюта курси бўйича аниқ белгиланган миқдорни, даражани саклаб туриш қўйидаги имкониётларни юзага чиқаради⁸⁶.

– Паст инфляция даражасига эришиш ва уни ушлаб туришга йўналтирилган монетар сиёсатни такомиллаштириш ҳамда ривожлантириш имконини яратади;

– Монетар сиёсатни ўтказишга замин яратади.

Шунингдек, ўзгармас қилиб белгиланган валюта курс бўйича эркин айрибошланадиган валютани ишлатилиши макроиктисодий барқарорликни таъминлашга қўл келиши мумкин. Лекин, бу алоҳида олинган давлатлар томонидан қўлланилиши кўзланган мақсадга келтирмаслиги ҳам мумкин⁸⁷.

Охириги вақтларда валюта курси бўйича жуда кўп муҳокама қилинадиган саволлар ичида қўйидагиларни келтириш мумкин⁸⁸:

– Иктисодий ўсишга реал валюта курси таъсири;

– Структуравий ўзгаришларга реал валюта курсининг таъсири;

– Реал валюта курсини миқдорини у ёки бу даражада ушлаб турилишига қизиқиши бор иктисодий (ижтимоий,сиёсий) гуруҳларнинг идентификацияси;

⁸⁵ IMF working paper, «Real Exchange Rate Levels, Productivity and Demand Shocks: Evidence from a Panel of 14 Countries», prepared by Menzie Chin and Louis Johnston, May 1997

⁸⁶ IMF working paper, «Exchange Rates, Convertibility, and Capital Flows Some Current Issues Facing Transition Economies», prepared by R. Barry Johnston in July 1995 page 5

⁸⁷ В. А. Исламов: «Urgent Problems of Transitional Economies and Banking - Financial Systems», lectures 6 and 7, Tashkent, «Moliya», 2002, page 6

⁸⁸ А. Илларионов «Реальный валютный курс и экономический рост» Журнал «Вопросы экономики» №2, 2002 год, стр 19-20

– Реал валюта курсининг паст (юқори) қилиб белгиланиш даражаси;

– Миллий валютанинг келгусидаги реал валюта курсини оширишни таъминлаш имкониятлари;

– Реал валюта курси даражасини оширишнинг мос келадиган даражада бўлиши тезлиги;

– Валюта реал курсига – иқтисодий сиёсат ричаглари орқали таъсир қилиш мумкинлиги (мумкин эмаслиги) бўйича.

Валюта номинал курсининг реал курсига нисбатан юқори бўлиши иқтисодий ўсиш даражасига салбий таъсир кўрсатади. Ортиқча (юқори) баҳоланган валюта курси даражасини, давлат иқтисодий ўсиш даражаси билан унинг миқдори баҳоси ўртасидаги фарқ сифатида аниқлаш мумкин. Реал валюта курсининг юқори даражада ушлаб турилиши иқтисодий ўсишнинг секинлашига олиб келади.

Юқорида келтирганимиздек, валюта курсига таъсир қилувчи омиллар орасида инфляция даражаси асосий ўринлардан бирини эгаллайди. Шу боис, инфляция даражасининг пасайиши ва валюта девальвациясининг нисбатан паст суръатларда бўлиши валюта алмашув курслари ўзгаришини кам бўлишига асос бўлиб хизмат қилади.

Ушбу ўринда Марказий банк томонидан валюта курсига таъсир ўтказиш мақсадида амалга оширадиган амалларига қисқача тўхталсак:

Давлатнинг пул–кредит сиёсатида боглик ҳолда валюта интервенциясининг икки хили: «соф – тоза» ва «ифлос (грязные)» мавжуд. «Соф – тоза» интервенциялар назарий нуқтаи назардан пул – кредит соҳасига таъсири бўлмайди. Иккинчи хили эса аксинча ўз таъсирини ўтказди.

Давлат ўзининг валюта курсига ўз таъсирини ўзининг олтин – валюта захираларидан фойдаланган ҳолда амалга оширади. Давлатнинг қанчалик миқдордаги олтин–валюта захираларига эга эканлиги ҳам жуда катта роль ўйнайди. Шу ўринда мамлакатимизда юритилаётган оқилона валюта сиёсати туфайли республикамиз олтин–валюта захиралари ҳам йил сайин ортиб қелаётганини қуйидаги чизмадан кўриш мумкин.

Республикамиз олтин–валюта захиралари миқдори 2003 йилнинг январидан бошлаб ўсиш суръатига эга бўлган⁸⁹. Буни асосий сабаби қилиб, республикамизда йил сайин экспорт ҳажмининг импортга нисбатан кескин суръатларда ўсиши натижасида мамлака-

⁸⁹ ХВФ маълумотлари асосида Муаллифлар томонидан шакллантирилган (www.imf.org)

тимиз савдо баланси бўйича олинаётган ижобий сальдони кўрсатиш мумкин.

Мамлакатимизнинг кенг имкониятларини амалда қўлланилгани боис ва ҳукуматимиз томонидан босқичма–босқич амалга ошири-лаётган ислохотлар натижаси ўлароқ республика экспорт салоҳия-ти, унинг структуравий таркиби ҳам ўзгарган ҳолда кенгайиб миқ-дор жиҳатидан ошиб бормоқда. Бу эса ўз навбатида ички валюта бозорига хорижий валюталар тақлифини ошишига олиб келади.

Валюта бозори орқали валюта курсига таъсир қилишнинг яна бир йўли бу миллий валюта девальвациясидир. Девальвация – бу миллий валюта курсининг хорижий валютага нисбатан пасайишини англатади. Буни амалга оширишнинг асоси бўлиб, миллий валюта курсининг реал валюта курсига нисбатан юқори бўлиши ҳисоб-ланади⁹⁰. Валютанинг девальвация қилинганлик даражасини то-пишда қуйидаги формуладан фойдаланилади:

$$D = ((Kc - Kн) / Kc) \times 100;$$

Бу ерда: D – девальвация фоизда;

Kc – янги курс;

$Kн$ – эски курс.

Девальвация – мамлакат тўлов баланси салбий бўлганида ва инфляция даражасининг юқори бўлганида қўлланилади. Девальва-циянинг келиб чиқишига иккита омил таъсир кўрсатади:

- Экспортни рағбатлантириш зарурияти тугилса;
- Расмий валюта курси билан миллий валюта реал курсининг

ўртасида фарқ юзага келса.

Мамлакат тўлов баланси ҳолатининг ёмонлашуви кузатилган ҳолатда девальвация сиёсати қўлланилса, иқтисодни ривожлани-шига сезиларли даражадаги оқимни юзага келтиради ва импорт-нинг маълум маънодаги ошишини келтириб чиқаради. Шу боис, агарда мамлакат иқтисодий вазиятида миллий валюта девальвация-сини талаб қилувчи омиллар вужудга келса, ушбу давлатда деваль-вацияни тезда амалга ошириш керак. Чунки, бу давлат иқтисодиёт-тининг янги босқичга чиқишига замин яратади. Аксинча, валюта курси сунъий ушлаб турилса бу иқтисодга салбий таъсир ўтказади.

Бундай инфляция даражасининг пасайиши билан мамлакат Марказий банкининг қайта молиялаш ставкаси ҳам секин асталик билан пасайтирилиб келиниб, 2011 йил якуни бўйича унинг миқ-дори 12%га тушишига эришилди.

⁹⁰ А.И.Шмырева, В.И. Колесников, А.Ю.Климов, «Международные валютно кредитные отношения». Санкт-Петербург, «ПИТЕР», 2002г. Стр. 27

Шундай қилиб, миллий валюта алмашув курсига жуда кўп омишлар ўз таъсирини ўтказар экан, шу билан бирга Ўзбекистон Республикаси Марказий банки миллий валюта алмашув курсини доимий назоратда ушлаб тургани ҳолда белгиланган параметрларда бўлишини таъминлашда ўз инструментларидан фойдаланиши мумкин.

10.2. Валюта курсини ташқи савдога ижобий таъсирини таъминлаш бўйича хориж тажрибаси

Биз мазкур параграфни ёзишда асосий эътиборни катта иқтисодий салоҳиятга ва миллий валютанинг алмашув курси барқарорлигини таъминлаш тажрибасига эга бўлган Россия Федерацияси, Эрон Ислом Давлати ва Япониянинг миллий валюталарининг алмашув курси динамикаси ва ташқи савдо муносабатлари ўртасидаги оқилона мутаносибликни таъминлаш борасидаги тажрибасини ўрганишга ва умумлаштиришга қаратамиз.

Бизга маълумки, товарлар импорти ўсиш суръатининг мамлакатда ишлаб чиқарилаётган товарларни ишлаб чиқариш суръатидан юқори бўлиши ўрта муддатли даврий ораликларда миллий валютанинг алмашув курсига нисбатан кучли салбий таъсирни, яъни тазйикни юзага келтиради. Бунинг сабаби шундаки, ўсиш суръатларидаги мазкур тафовут импорт тўловлари билан боғлиқ бўлган валюта оқимининг тобора кучайишига олиб келади ва бунинг натижасида миллий валюта бозорида хорижий валюталар таклифи камаяди. Бу эса, миллий валютанинг қадрсизланишига олиб келади. Бундай шароитда миллий валютанинг қадрсизланишини олдини олиш учун Марказий банк ёки Ҳукумат етарли даражада олтин-валюта захираларига эга бўлиши лозим. Акс ҳолда, миллий валютанинг қадрсизланиш жараёни доимий тус олади. Шуниси характерлики, кўпчилик ривожланаётган мамлакатларда Марказий банк етарли даражада олтин-валюта захираларига эга эмас. Одатда, бундай мамлакатларда ташқи қарз муаммоси мавжуд бўлиб, у олтин-валюта захираларини тўплаш имконини бермайди. Айниқса, экспорт тушуми жаҳон бозоридаги конъюнктуравий тебранишларга боғлиқ бўлган мамлакатларда олтин – валюта захираларини мажбуриятлардан орттирган ҳолда тўплаш жараёни ниҳоятда оғир кечади. Масалан, экспорт тушумининг умумий ҳажмида хом-ашё ресурсларини экспорт қилишдан олинадиган тушумларнинг миқ-

дори юқори бўлган мамлакатларда экспорт тушумининг миқдори конъюнктуравий ўзгаришларга боғлиқ равишда кескин тебранади.

Япониянинг ҳозирги кундаги валюта тизими шаклланиши ҳам 1949 йили валютани тартибга солиш тўғрисидаги қонуни қабул қилиниши билан бошланган. Шунини айтиш жоизки, ўша пайтларда Япония иқтисоди жуда заиф ва саноат ривожланишининг бошлангич босқичида бўлган. Япония ҳукуматининг экспортга йўналтирилган иқтисодий сиёсат юритиши натижаси ўлароқ унинг иқтисодий салоҳияти 1955 – 1972 йиллар давомида йил сайин ошиб, иқтисоднинг юқори суратларда ўсишига ва халқаро савдо балансининг ижобий бўлишига эришган. Ушбу вақт мобайнида валюта тизимини либераллашувини ва тўлиқ шаклланишини таъминлаш бўйича аниқ чора тадбирлар кўрилган, бу кўрилган чораларни қуйидаги даврларга бўлиб кўрсатиш мумкин:

10.1 – жадвал

Япониянинг 1949 – 1991 йиллар давомида амалга оширган чора тадбирлари⁹¹

Даврлар	Ҳуқуқий ҳужжатлар қабул қилинган йили	Асосий мазмуни
I	1949 йилги – Валютани тартибга солиш қонуни	Валюта айрибошланиши ва савдо кучли назоратга олинган
		Чет эл билан савдо алоқаларини назоратга олиш ушбу қонун билан белгиланганди.
	1950 йилда Валюта Бюджети ва Валюта Жамғариш тизими ташкил қилинди	Келгусида Халқаро Валюта Фондига аъзо бўлиш талабларига жавоб бермаслиги
		Қонунга асосан ҳар хил принциплар белгиланган бўлиб, улар ХВФ келишувининг моддаларига тўғри келмасди
	1952 йили	Савдо уйларига маблагларини валютада ушлаб туришга рухсат берилди
	1964 йили	-Валюта Бюджет Тизими бекор қилинди -ХВФ нинг VIII моддаси талаблари қабул қилинди
II	1965 йили	Ишлаб чиқарувчиларга ҳам маблагларини валютада ушлашга рухсат берилди

⁹¹ Source: Survey by the Economic Stabilization Board. Lecture materials of BFA Summer course in Tokyo organized by the Ministry of Finance of Japan, 2002

	1967-1971 йиллар	Ички тўғридан тўғри бўладиган инвестициялар либераллаштирилди
	1972 йили	- валютада ўз маблағларини ушлаш бўйича киритилган чеклаш тизими бекор қилинди; - президентларга валюта депозитларига эга бўлиш либераллаштирилди
	1973 йили	Ўзига бешта соҳани бирлаштирган ҳолда ички инвестиция қилиш тўлиқ либераллаштирилди
III	1980 йили «1979 йилги Валютани тартибга солиш қонуни» тўлиқ қайта ишланди ва 1979 йилда қабул қилинган қонуни ўз кучини йўқотди	Тўловлар ва транзакциялар тўлиғича рухсат берилди
		Халқаро стандартлар талабларига жавоб берадиган бўлди
		Мандат методи орқали Ҳуқуқий бошқариш йўлга қўйилди
		Ваколатли банклар тизими талаблари қайта кўриб чиқилган
даврлар	Ҳуқуқий ҳужжатлар қабул қилинган йили	Асосий мазмун
III	1986 йили	Офшор бозори ташкил қилинди
	1988 йили	қимматбаҳо қозғалар ва молиявий муддатли операциялар либераллашувини таъминлаш учун зарур чоралар кўрилди
IV	1991 йили	Валютавий операцияларнинг тўлиқ либераллашувини таъминланди, яъни олдин валюта операцияларини фақат ваколатли банклар амалга оширган бўлса энди бошқа нобанк дилерларига ва брокерларга рухсат берилди Валютада ҳисоб рақамга эга бўлишга барчага рухсат берилди.

Юқоридаги жадвалда келтирилган маълумотлар шуни кўрсатмоқдаки, Япония ҳукумати ҳам ўз миллий валютаси иенани эркин айрибошланишини таъминлаши борасида чора-тадбирларни экспортга йўналтирилган валюта сиёсати юритган ҳолда босқичма-босқич амалга оширган. Бунинг натижасида, ҳаммамизга маълумки, бугунги кунда Иена тўла эркин айрибошланадиган ва Япония жаҳон бозорида ўзининг ўрнини топган мамлакат даражасига эришган.

Эрон Ислон Давлати, 1990 йилларда валюта тизимини либераллаштириш бўйича йккита асосий чорани амалга оширган. Биринчидан, 1991 йили, давлатда мавжуд еттита валюта айрибошлаш курслари сонини учтага туширди. 1993 йил мартда бўлса, қолган учта валюта курсини умумлаштириб, расмий валюта алмашинув курси параллел бозор валюта курси билан бир хиллиги таъмин-

ланди. Лекин, ёғ маҳсулотларини нархи жаҳон бозорларида тушиб кетиши натижасида, давлат томонидан умумлаштирилган валюта курси яна иккитага ўтказилди. Шундай қилиб, 1994 йил Май ойидан бошлаб давлатда иккита валюта курси тизим амалга киритилди, бунда расмий валюта курсига ҳамроҳ сифатида экспорт курси қўлланила бошланди.

1993 йил 21 мартдан, Эрон Ислом Давлатида учта расмий тан олинган валюта курслари мавжуд бўлиб, бундан ташқари параллел бозор курси ҳам ишлатилган. Яъни:

- ёғ экспортида, расмий давлат қарзини тўлаш ва асосий товарлар импортида қўлланиладиган валюта курси. Бу курс СДРга бириктирилган бўлиб, 1 СДР 92,3 рупи деб белгиланганди;

- ярим тайёр маҳсулотлар ва капитал товарлар импортида қўлланилган курс. Бу курс АҚШ доллариға боғлаб қўйилган. 1 АҚШ доллари 600 рупи қилиб белгиланган;

- учинчи валюта курси – бу тижорат банклари орасида эркин сузиб юрувчи курс сифатида, параллел бозор курсидан келиб чиққан ҳолда аниқланган.

Янги киритилган, яъни мавжуд валюта курсларини умумлаштириш натижасида белгиланган валюта курси қуйидагилар асосида аниқланган:

- сотиб олиш қобилиятидан – валюта паритетидан келиб чиққан ҳолда;

- асосий савдо қилинадиган товарларнинг рақобатбардошлигини сақлаб қолишға йўналтирилган ҳолда;

- бозордаги талаб ва таклифни инобатға олиш принциплари асосида.

1994 йил май ойидан яна иккита валюта айрибошланиш курсига ўтилишини, ушбу давлатнинг олтин – валюта захираларини сақлаб қолишға қаратилган чора-тадбирлар натижаси деб қараш мумкин. Чунки, миллий валюта кадрини барқарор ҳолатда ушлаб туришға ҳаракат қилган Эрон ҳукумати анчагина халқаро захираларидан ишлатиб қўйганди. Эътибор берилса, бу давлат валюта курсларидан олдин мавжуд валюта курслари фарқи жуда катта бўлган, шу боис ягона белгиланган айрибошлаш курси унинг реал қийматидан анча юқори бўлганлиги сабабли, мавжуд хорижий валютаға талабни қондириш имконияти фақат давлат захираси эди. Ҳолбуки, ўша вақтда Эрон маҳсулотлари экспорти давлат импорти учун зарур бўлган валютани келишини таъминламасди.

АСОСИЙ АТАМАЛАР

FRA сотуви – кредитор (инвестор) битимни (Bid) томонидан, яъни FRA нинг банк томонидан сотиб олиниши нархи бўйича катъийлаштиради ва бинобарин келгусида фоиз ставкалари пасайиши эҳтимолдан сугурталанди.

FRA контракти хариди – фоиз ставкаларининг FRA даражасидан пасайиши эҳтимолдан сугурталайди ва инвестор (сармоядор) томонидан қўлланади.

FRA контракти хариди – фоиз ставкаларининг FRA даражасидан юқори кўтарилиши эҳтимолдан сугурталайди ва қарз олувчи томонидан қўлланади.

FRA опцион сотуви – «Пут» сармоядор (инвестор) келгусида фоиз ставкаларининг пасайишидан сугурталанади.

FRA опцион хариди – «Кол» қарз олувчи келгусида фоиз ставкаларининг ошишидан сугурталанади.

FRA хариди – қарз олувчи битимни (ask) томондан, яъни банк томонидан FRA сотуви тарифидан катъийлаштиради, шу тарзда фоиз ставкасининг эҳтимолдаги кўтарилишидан сугурталанди.

Аутрайт форвард курси – Битим тузилган кунда қайд этилади ва унинг ижро куни учун ҳақиқий .

Бевосита котировка – Миллий валюта бирликларида ифодаланган хорижий валюта бирлигининг нархи. *Яна қаранг: Тесқари котировка.*

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.

Бреттон-Вудс – 1944 йилда Бреттон - Вудс конференцияда 45 давлат Халқаро Валюта Фонди, Жаҳон Банки ҳамда янги валюта тизимини барпо этиш тўғрисида битим тузилди. Унда доллар етакчи ролни ўйнай бошлади. Валюта паритетлари олтинда ёки долларда акс этди, 1973 йилда долларга муттасил тазйиқ оқибатида тизим емирилди.

Бузилган сана – форвард битимини валюталашнинг ностандарт муддати. Валюталаш муддати одатда бир ёки икки ҳафтани, шунингдек, 1, 2, 3, 6 ва 12 ойни ташкил этади.

Вақтинчалик қиймат – валютанинг беқарорлиги ва опционнинг ижросигача қолган муддат билан белгиланади. У опцион ижросисига бўлган вақтнинг қисқариши билан камаяди.

Вақтинчалик опционли форвард битими – вақтинчалик опционли форвард битими катъий муддат ва опционли даврга эга. Опционли давр давомида харидор (ёки сотувчи) валютанинг бутун суммасини ёхуд унинг бир қисмини сотиб олиши (сотиши) мумкин. Кейинчалик, тўлов кунда, барча сумма тўлиқ талаб қилиб олиниши мумкин.

Валюта биржаси – Германиядаги Франкфурт фонд биржасининг бир қисми бўлиб ҳисобланади. Унда ҳар куни расмий маклер томонидан 17та валютанинг курси белгиланади. Котировка Франкфуртда ўтказилади, бошқа биржа майдонларида — Берлинда, Дрюссельдорф, Гамбург ва Мюнхенда - фақатгина Франкфурт биржасига жўнатиладиган топшириқномалар тўпланади.

Валюта курси – хорижий валютанинг муайян стандарт миқдори нархи, у бошқа валюталарнинг нисбий бирлигида белгиланади (ўрнатилади).

Валюта позицияси – Курс хатарларидан таркиб топган, хорижий валютадаги очик позиция.

Валюталаштириш санаси – Битим шартларини ижро этиш учун белгиланадиган сана.

Валютанинг беқарорлиги – Валютанинг тебраниш имконияти. Валюта ички беқарорлиги унинг келгусидаги тебранишларини кутиш билан белгиланади. Опционнинг вақтинчалик қийматини таркибий қисми бўлиб ҳисобланади.

Девизлар (хорижий валюта) – Банкларнинг хорижда жойлаштирилган хорижий валютадаги активлари, шунингдек, чет элда тўланиши лозим бўлган хорижий валютадаги чеклар ва векселлар. Девизлар – нақдсиз пуллардир.

Дисконт – Форвард ва спот-курс ўртасидаги фарқ. Бунда спот-курс форвард курсидан юқори. Ҳар икки валютанинг тегишли муддатдаги фоиз ставкалари фарқи унинг ҳисоб-китоб базасини ташкил этади. *Яна қаранг: Раббат (мукофот)*

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.

Европа валюта келишуви - 1958 йилда имзоланган келишув бўлиб, иштирокчи мамлакатлар валюталари бир-бирига ва долларга айирбошланган. Курс тебранишлари чегараси + 0,75% даражасида ўрнатилди.

Европа валюта тизими - 1979 йилда асос солинган. Унинг бош мақсадлари — ЕИга аъзо мамлакатлар 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 кўп томонлама тўловлар ва асослар тизими яратиш мақсадида ташкил қилинган.

Европача опцион – фақатгина белгиланган санада ижро этилиши мумкин бўлган опцион тури.

Ижро нархи («Страйк» нархи) – опцион контрактдаги катъийлаштирилган (чекланган) валюта курси, унга кўра контракт харидори хорижий валютани сотиб олиши ёки сотиши мумкин.

Интервенция (тажовуз, босқин) – миллий валюта курсини тартиб-лаштириш мақсадида банклар томонидан хорижий валютанинг сотиб олиниши ёки сотилиши.

Ички киймат – опцион нархини (рағбатни) белгиловчи киймат. Ички киймат жорий форвард курси ва ижро нархи ўртасидаги фарқни ифодалайди.

Қарама-қарши битим (хеджинг) – аниқланган ёки эҳтимолдаги хатарни баробарлаштиради, хатар тўлиқ бартараф этилмайди.

Кафолотли маржа – позицияни очишда кафолат сифатида опционлар биржасининг клиринг палатасига киритиш лозим бўлган сумма.

Қисқа позиция – валютавий ёки фоиз хатарларидан иборат бўлган, хорижий валютадаги мажбуриятлар. *Яна қаранг: Узун позиция*

Клиринг палатаси – муддатли биржадаги, ҳар бир битим бўйича шерик сифатида чиқувчи ҳисоб-китоб палатаси. Биржа савдоси иштирокчилари клиринг палатасига сугурта гаровларини киритадилар ва ҳар куни очик позицияларини қайта нархлайди.

Котировка валютаси – савдо қилинаётган валютанинг стандарт бирлига нархини кўрсатади. *Яна қаранг: Савдо қилинадиган валюта.*

Кредит – Евробозордаги ўрта ва узок муддатли кредитлар. Улар бўйича, сузувчи фоиз ставкалари белгиланган давр учун қатъийлаштириб қўйилади.

Кросс-курс – улар бўйича доллар олди-сотди қилинмайдиган, валюта котировкаси бўлиб ҳисобланмайдиган курслар.

Кунлик лимит – савдо — сотик иштирокчисига кун давомида ўзига олишга рўхсат этилган максимал валютавий ёки фоиз хатари.

Либор — «Лондон банклараро депозитлар бозорида таклиф (сотувчи)нинг ставкаси» тушунчасининг қисқартмаси (аббревиатураси), 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.

Ликвидлилик – фойдаланишда (ихтиёрда) бўлган нақд маблағлар ва тезда пул маблағларига айланадиган активлар.

Лимитланган топширикнома (чекланган нархли зълон) — Битим амалга оширилиши мумкин бўлган топширикни максимал ёки минимал курсда валютани сотиб олиш ёхуд сотиш учун топширикнома.

Лоро ҳисобварағи – А банкининг корреспондентлик ҳисобварағи бўлиб, Б банки уни ўз позициясидан юритади.

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.

Миллий (маҳаллий) валюта – валюта, резидентлар унинг эгалари бўлиб ҳисобланадиган мамлакатдаги қонуний тўлов воситасини ифода-лайди.

Минимал захира (резерв)лар – тижорат банклари Марказий банкда ушлаб туришлари шарт бўлган пуллар. Минимал (энг кам) захиралар даражаси Марказий банк томонидан муайян депозит битимлар миқдоридаги катъий фоиз улушида ўрнатилади. Одатда, минимал резервларга фоизлар қўйилмайди.

Молиявий фьючерс контракти – валюта ёки молиявий воситалар олди-соттисининг стандарт биржа контракти. Молиявий фьючерс контракти олдиндан белгиланган курс бўйича, келишилган муддатда савдолашиладиган суммани етказиб бериш ёки қабул қилиш тўғрисидаги стандартлаштирилган катъий келишув.

Мувозанатланмаган бозорлар – экспрементал (фавқулодда) курс тебранишли, ниҳоятда беқарор бозорлар. Масалан, валюта курсининг кучли ўсиши бу валютанинг сотув курсини деярли имконсиз қилиб қўяди. Бундай ҳолларда, одатда, марказий банклар бозор механизмга аралашиб, курсларни барқарорлаштириш ва уларни келгусидаги оғишини бартараф этиш учун валютани сотиб оладилар ва сотадилар.

Накд пуллар – танга ёки банкнот шаклидаги пуллар.

Ностро ҳисобварағи — А банкнинг корреспондентлик ҳисобварағи, Б банки уни А банкнинг позициясидан юритади.

Овернайт-позиция – хорижий валютадаги позиция, у энг камида тун вақти давомида копланмайди.

Опцион – харидор муайян суммадаги валютани сотиб олиш ёки сотиш ҳуқуқини олади, сотувчи харидорнинг истагига қўра валютани етказиб бериши ёки сотиб олиши шарт.

Опцион «Кол» – аввалдан келишилган нарҳда муайян кунда ёхуд муайян муддат давомида муайян суммадаги валютани сотиб олиш ҳуқуқи.

Опцион «Пут» – келишилган нарҳда, ижро этиш кунинда 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.

Опцион хатар – валюта курси ёки фоиз ставкаларининг ноқулай ўзгаришлари хатари. У шунингдек, валюта хатари ёки фоиз хатари деб аталади.

Паритет – дилер томонидан унинг котировкаси билан унга қўйилган курс мослигини белгилаш учун фойдаланилади. •

Позициянинг ёпилиши (копланиш) – очик валютавий ёки позициянинг қарама — қарши битим йўли билан копланиши.

Пункт (пипс) – валюта курсининг минимал ўзгариши (нарх қадами). Валютанинг икки курси: форвард курси ва спот — курс, сотиб олиш ва сотиш курслари ўртасидаги фаркни ўлчаш учун фойдаланилади.

Рағбат (мукофот) – форвард ва спот курслари ўртасидаги фарк. Бунда спот-курс форвард курсидан паст бўлади. Тегишли муддатдаги ҳар икки валюта фоиз ставкалари фарқи рағбатнинг ҳисоб-китоб базасини ташкил этади.

Савдо (иш) куни – фоиз ва валюта битимлари тўғрисидаги битим тузиладиган кун.

Савдо қилинадиган валюта – қаррали стандартли бирликлар билан савдо қилинадиган ва нархи бошқа валютанинг ўзгарувчи бирликларида ифодаланадиган валюта.

Своп-битим – контрагентлар ўртасида бир вақтнинг ўзида «спот» битими ва қарама-қарши форвард битимини тузиш.

Своп-ставка (қўшилма) – спот ва форвард курслари ўртасидаги, пунктларда ифодаланган фоизлар фарқи. Фоизлар тузилмасига боғлиқ ҳолда дисконт ёки рағбатдан таркиб топади.

Смитсон битими – 1971 йилда Бреттон — Вудс тизимига аъзо мамлакатлар Вашингтондаги Смитсон институтида ўз валюталарининг алмаштириш курслари ва тебраниш чегараларини белгилаб қўйдилар.

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.*

Спот битими – валюта битими, унга кўра тўловлар битим тузилганидан кейинги иккинчи иш кунинда амалга оширилади.

Спот курси – спот битимини тузишда олди-сотди қилинаётган валютанинг муайян бирлиги қийматини ифодаловчи курс.

Спот-некст – кейинги иш кунинда тесқари битим амалга ошириладиган қисқа муддатли своп ёки фоизли келишув.

Спрэд – валютани котировқалашда сотиб олиш ва сотиш курси ўртасидаги фарқ.

Спрэд – валютани котировқалашда сотиш ва сотиб олиш курслари ўртасидаги фарқ.

Стратегик позиция – муайян муддатда ёки тўлов кунинда курсларнинг қутилмаган ўзгаришидан фойда олиш учун фойдаланиладиган очик форвард позиция.

Сугурга хатари – битим бўйича шерик ўз мамлакатидagi сийёсий ҳодисалар ёки қонунчиликдаги чекловлар оқибатида тўлов мажбуриятларини бажара олмаслик хатари.

Тесқари (билвосита) котировқа – хорижий валюта бирликларида ифодаланган миллий валюта бирлигининг нархи.

Тесқари курс – икки мамлакатда турлича ифодаланган валюта курси. Бир мамлакатда олди-сотди қилинадиган валюта бошқа мамлакатда котировқа валютаси сифатида амал қилади.

Том-некст – амалда эртага бошланадиган (кейинги иш куннда) ва индинга якунланадиган киска муддатли своп-битим.

Тўлов санаси – битим бўйича шерик ўша кунга қадар валютани ўтказиб бериши, яъни тўловни амалга ошириши лозим бўлган сана.

Узуи позиция – хорижий валютага нисбатан курс хатар (таваккал)ларидан иборат талаблар.

Умумий позиция – Тўловларнинг турли муддатлари ҳисобга олинмайдиган соф валютавий ёки фоизли позиция.

Фоиз ставкаси кафолати – IRG – «Interest Rate Guarantee»ни одатда қарз олувчилар ёки кредиторлар опционли деб аташади. У ўзда FRA битимининг харидини ёки сотувини ифодалайди. IRG ни бажаришда томонлар ижро вақтидан бошлаб FRA, бўйича позиция (ҳолат)ларни эгаллайдилар.

Фоизли своп – айна бир валютадаги фоиз тўловлари алмашинувини ўзда акс эттиради. Одатда бундай битимлар бир йилдан ортик муддатга амалга оширилади. Бундай свопларда асосий сумма алмашинуви ҳеч қачон кўзда тутилмайди. Фоизли свопларнинг кўпроқ тарқалган турида, катъий фоиз ставкалари бўйича тўловлар сузувчи ставка бўйича (худди LIBOR каби «reference rate» га асосланади) фоиз тўловларига айирбошланиши амалга оширилади – купонли своп.

Форвард битими – вақтинчалик опционли битим тузилганидан кейинги икки иш кундан каттарок муддатда бир валютани бошқасига конвертацияланиши тўғрисидаги икки томоннинг келишуви.

Форекс – клуб – халқаро валюта савдосининг фаол иштирокчилари бўлган банклар томонидан профессионал стандартларни ва валюта бозоридagi муомала меъёрларини белгилаб қўйиш мақсадида асос солинган ташкилот.

Харидор (опционга) – муайян муддат давомида кунда белгиланган курс бўйича белгиланган валюта суммасини сотувчидан сотиб олиш ёки унга сотиш.

ХВБ – 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 маҳсус ташкилоти, 1944 йилда Бреттон- Вудсда асос солинган. Унинг асосий вазифалари аъзо мамлакатларнинг валютавий ҳамкорлигини таъминлаш ва жаҳон савдоси учун қулай шарт-шароитлар яратиш ҳисобланади.

Хорижий валюта – бошқа бир мамлакатда қонуний тўлов воситасини ифодаловчи валюта. Мазкур валютани келиб чиқиш мамлакатидан ташқарида яшовчи шахслар унинг эгалари ҳисобланади.

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 факат чорак маржа курси ҳақида боради.

МУНДАРИЖА

КИРИШ	2
I-БЎЛИМ. ВАЛЮТА МУНОСАБАТЛАРИ, БОЗОРЛАРИ, КУРСЛАРИ ШАКЛЛАНИШИ ВА РИВОЖЛАНИШИНING НАЗАРИЙ АСОСЛАРИ	6
I БОБ. ВАЛЮТА МУНОСАБАТЛАРИ РИВОЖЛАНИШИНING НАЗАРИЙ АСОСЛАРИ	6
1.1. Валюта муносабатларининг иктисодий моҳияти ва валюта тизимлари	6
1.2. Валюта муносабатларини тартибга солиш .. ва валюта сиёсатининг назарий асослари	18
1.3. Валюта инкирозларининг валюта муносабатлари эволюциясида тутган ўрни	23
1.4. Ўзбекистон Республикасида валюта	50
муносабатларининг ҳуқуқий асоси.....	50
II БОБ. ВАЛЮТА БОЗОРЛАРИНИNG УМУМИЙ ТАҲСИФИ	65
2.1. Валюта бозорининг зарурати ва турлари.....	65
2.2. Форекс бозори.....	67
2.3. FOREX бозорининг асосий иштирокчилари	70
2.4. Валюта бозори тарихи.....	72
2.5. Евровалюта бозорларининг ривожланиши.....	73
III БОБ. ВАЛЮТА КУРСИНИNG НАЗАРИЙ АСОСЛАРИ ВА ВАЛЮТА КУРСИ ХУСУСИДАГИ ЕТАКЧИ КОНЦЕПЦИЯЛАРНИNG АСОСИЙ ҚОИДАЛАРИ	77
3.1 Валюта курси турларининг таъсифи	77
3.2. Валюта курсини макроиктисодий таҳлили моделлари	85
3.5. Валюта курси режимлари	111

3.6. Валюта курсига таъсир этувчи омилларнинг туркумланиши	113
3.7. Ўзбекистонда айирбошлаш курси сиёсатининг ўзига хос хусусиятлари	115
2-БЎЛИМ. ВАЛЮТА БОЗОРИДАГИ ОПЕРАЦИЯЛАРНИНГ АМАЛ ҚИЛИШ МЕХАНИЗМИ	129
IV БОБ. ВАЛЮТА ОПЕРАЦИЯЛАРИ ТАСНИФИ ВА УЛАРДА РИСКЛАРНИ БОШҚАРИШ ЖИҲАТЛАРИ	129
4.1. Нақд касса ва муддатли валюта операциялари	129
4.3. Валюта операцияларини амалга оширишда юзагакеладиган валюта рисклари	155
4.4. Халқаро амалиётда тижорат банкларининг валюта рискларини бошқариш усуллари ва воситалари	163
V БОБ. СПОТ —БИТИМЛАР ВА «СПОТ» ОПЕРАЦИЯЛАРИГА ТАЪСИР ЭТУВЧИ ОМИЛЛАР	169
5.1. Спот - битимлар	169
5.2. Кросс — курслар	175
5.3. «Спот» операциясига таъсир этувчи омиллар.....	177
VI БОБ МУДДАТЛИ ВАЛЮТА ОПЕРАЦИЯЛАРИНИНГ АМАЛ ҚИЛИШ МЕХАНИЗМИ.....	183
6.1. Валюта бозорида форвард операциялари	183
6.1.1. Форвард валюта контракти	183
6.2. Валюта бозорида форвард курсининг аниқланиши.....	185
6.2.1. Валютанинг форвард котировкаси	190
6.3. Валюта бозоридаги форвард битимлари турлари ва уларнинг ҳисобини юритиш.....	190
6.4. Валюта бозорида «своп» битимлари	193
6.5. Валюта бозоридаги опционлар	197

VII БОБ БИРЖАДАН ТАШҚАРИ САВДОНИНГ БОШҚА ТУРЛАРИ.....	203
7.1. Фоиз ставкаси билан бажариладиган форвард операцияси (FRA).....	203
7.2. Фоиз ставкали «своп» операциялари	211
7.3. Фоиз ставкалари опционлари.....	214
VIII БОБ. ОЛТИН БОЗОРИДАГИ ОПЕРАЦИЯЛАР.....	220
8.1. Олтиннинг инсон ҳаётидаги ўрни	220
8.2. Олтин фиксинги.....	228
3-БЎЛИМ. ВАЛЮТА МУНОСАБАТЛАРИНИ РИВОЖЛАНИШИГА ТАЪСИР ЭТУВЧИ ОМИЛЛАР.....	232
IX БОБ. ВАЛЮТА МУНОСАБАТЛАРИГА ТАЪСИР ЭТУВЧИ ИНСТИТУЦИОНАЛ ОМИЛЛАР.....	232
9.1. Халқаро молия институтларининг валюта муносабатларини ривожланишидаги ўрни	232
X БОБ. МИЛЛИЙ ВАЛЮТА КУРСИ ЎЗГАРИШИНING ИҚТИСОДИЙ ЖАРАЁНЛАРГА ТАЪСИРИ	263
10.1. Миллий валюта – сўмнинг алмашув курси динамикаси ва унга таъсир килувчи омиллар	263
10.2. Валюта курсини ташқи савдога ижобий таъсирини таъминлаш бўйича хориж тажрибаси	270
АСОСИЙ АТАМАЛАР.....	274

**АЛИШЕР ВОСИҚОВИЧ ВАҲОБОВ,
ТЎЛҚИН САТТАРОВИЧ РАСУЛОВ**

ВАЛЮТА МУНОСАБАТЛАРИ НАЗАРИЯСИ

Тошкент – «Fan va texnologiya» – 2013

Мухаррир: Ф.Исмоилова
Тех. муҳаррир: М.Холмухамедов
Мусаввир: Э.Мажидов
Мусахҳиҳа: М.Халилова
Компьютерда
саҳифаловчи: Н.Раҳматуллаева

**Нашр.лиц. АЛ№149, 14.08.09. Босишга рухсат этилди 18.09.2013 йил.
Бичими 60x84^{1/16} «Times Uz» гарнитураси. Офсет усулида босилди.
Шартли босма табоғи 18,0. Нашр босма табоғи 17,75.
Тиражи 500. Буюртма №119.**

•

**«Fan va texnologiyalar Markazining bosmaxonasi» da chop etildi.
100066, Toshkent shahri, Olmazor kurchasi, 171-uy.**



TAN VA
TEXNOLOGIYALAR

ISBN 978-9943-10-964-3



9 789943 109643