

MOLIYAVIY TEXNOLOGIYALAR

№6

ILMIY ELEKTRON JURNALI





ISSN: 2181-3965
VOLUME 6
TOSHKENT 2026

“MOLIYAVIY TEXNOLOGIYALAR” ILMIY ELEKTRON JURNALI TAHRIRIYAT KENGASHI RAISI

To‘lqin Zakirovich Teshabayev – tahririyat kengashi raisi. Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti rektori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

TAHRIRIYAT KENGASHI

Mehmonov Sultonali Umaraliyevich – Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, O‘quv ishlari bo‘yicha birinchi prorektori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Abdurahmanova Gulnora Qalandarovna - Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, Ilmiy ishlar va innovaциyalar bo‘yicha prorektor, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Karimova Komila Daniyarovna - Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, Yoshlar masalalari va ma’naviy-marifiy ishlar bo‘yicha birinchi prorektori, iqtisodiyot fanlari doktori, dotsent

Xudoyqulov Sadirdin Karimovich - Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, Hududiy ta’lim masalalari va markazlar bo‘yicha prorektor, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Sindarov Sherzod Egamberdiyevich – Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, Infratuzilmalarni rivojlantirish va iqtisod ishlari bo‘yicha prorektori, iqtisodiyot fanlari doktori, dotsent

Saparov Aktam Jo‘rayevich – bosh muharrir, filologiya fanlari doktori

Islamkulov Alimnazar Xudjamuratovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Pardayev Abdunabi Xoliqovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Kuziyev Islomjon Ne’matovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Baymuratov Tursunbay Maxkambayevich – iqtisodiyot fanlari nomzodi, professor

Omonov Akrom Abdinazarovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Sharipov Qongratbay Avezimbetovich – texnika fanlari doktori, professor, O‘zbekiston Respublikasi Oliy ta’lim, fan va innovatsiyalar vaziri

Jumayev Nodir Xosiyatovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor, O‘zbekiston Respublikasi Oliy Kengashi deputati

Haydarov Nizomiddin Hamroyevich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Raviprakash G. Dani – Xalqaro ta’lim konsultanti, professor (AQSH)

Bagautdinova Nailya Gumerovna – Qozon federal universiteti Boshqaruv, iqtisodiyot va moliya instituti direktori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor (Rossiya Federatsiyasi)

Sharifzoda Mu’min Mashokir – Tojik davlat huquq, biznes va siyosat instituti rektori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor (Tojikiston Respublikasi)

Maley Elena Borisovna – Polotsk davlat universiteti rektori, iqtisodiyot fanlari nomzodi, dotsent (Belarus Respublikasi)

Asif Mahbub Karim – Malayziya Menejment va tadbirkorlik universiteti professori (Malayziya qirolligi)

Piter Xayk – Yevropa amaliy fanlar va menejment instituti ilmiy ishlar bo‘yicha prorektori (Chexiya Respublikasi)

Yavuz Demirel – Kastamonu universiteti professori (Turkiya Respublikasi)

Jo‘rayev Abdug‘affor Safarovich – Termez agrotexnologiyalar va Innovatsion rivojlanish instituti rektori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Ismanov Ibroxim Nabiyevich – Farg‘ona politexnika instituti kafedra mudiri, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Xayriddinov Azamat Botirovich – Qarshi muhandislik-iqtisodiyot instituti prorektori iqtisodiyot fanlari nomzodi, dotsent

Tashnazarov Samiddin Nizamovich – Samarqand iqtisodiyot va servis instituti kafedra mudiri, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Nurmanov Ulug‘bek Anorbayevich - Bank-moliya akademiyasi “Buxgalteriya hisobi va audit” kafedrasi professori, iqtisodiyot fanlari doktori

Yakubova Nargiz Tursunbayevna – iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD), dotsent

Mamatov Baxadir Safaraliyevich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Qiyosov Sherzod Uralovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Urazaliyev Kamoliddin Tajikulovich – iqtisodiyot fanlari doktori, dotsent

Teshayev Zavqiddin Jabbor o‘g‘li – Qarshi davlat universiteti Turizm va marketing kafedrasi dotsenti, iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD)

Hazratqulov Shahboz Boboqul o‘g‘li – Qarshi davlat universiteti Iqtisodiyot kafedrasi dotsenti, iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD)

JURNAL TAHRIRIYATI

Saparov Aktam Jo‘rayevich – bosh muharrir, filologiya fanlari doktori, dotsent

Avlokulov Anvar Ziyadullayevich – ilmiy muharrir, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Aliqulov Mehmonali Salohiddin o‘g‘li – mas’ul muharrir, iqtisodiyot fanlari doktori (DSc), dotsent

Buxorova Moxira Samandarovna – muharrir

O’zbekiston Respublikasi OAK Rayosatining 2023-yil 3-iyundagi 364-son qarori bilan “Moliyaviy texnologiyalar” ilmiy elektron jurnali iqtisodiyot fanlari bo’yicha falsafa doktori (PhD) va fan doktori (DSc) ilmiy darajasiga talabgorlarning dissertatsiyalari yuzasidan assosiy ilmiy natijalarini chop etish tavsiya etilgan ilmiy nashrlar ro’yxatiga kiritilgan.

“**Moliyaviy texnologiyalar**” ilmiy elektron jurnali 23.11.2022-yildan O‘zbekiston Respublikasi Prezidenti Administratsiyasi huzuridagi Axborot va ommaviy kommunikatsiyalar agentligi tomonidan **№R-566966** reyestr raqami tartibi bo‘yicha ro‘yxatdan o‘tkazilgan.

ISSN: 2181-3965
VOLUME 5

MUNDARIJA			
1.	Jumayev Akbar Mahmudovich	Turizmning hududiy iqtisodiyotdagi o‘rni va joylashtirish resurslaridan foydalanish samaradorligini statistik baholash	8
2.	Mamutova Amina Raxmetovna	Qurilish tashkilotlarida zamonaviy va ananaviy usullarda xarajatlarni hisoblashning usullari	14
3.	Нурматова Насиба Шерзодовна, Гозиев Ризоиддин Чулпонович	Экономическая роль Узбекистана как стратегического партнера в Центральной Азии	23
4.	Amatov Azizbek G‘ayrat o‘g‘li	Tijorat banklarida aktiv va passivlarni boshqarishda obligatsiya emissiyasining o‘rni: likvidlik, muddatlar nomuvofiqligi va qayta moliyalash risklari	29
5.	Saitkulov Suxrob Shavkatovich	Budjet tashkilotlarida ichki auditning natijadorligini baholash ko‘rsatkichlari tizimini takomillashtirish	36

TIJORAT BANKLARIDA AKTIV VA PASSIVLARNI BOSHQARISHDA OBLIGATSIYA EMISSIYASINING O‘RNI: LIKVIDLIK, MUDDATLAR NOMUVOFIQLIGI VA QAYTA MOLIYALASH RISKLARI

Amatov Azizbek G‘ayrat o‘g‘li
Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti magistranti
E-mail: amatovazizbek999@gmail.com
Ilmiy rahbar: Murodova D.Ch.
ORCID: 0009-0003-0653-007X

Annotatsiya. *Maqolada O‘zbekiston tijorat banklarining obligatsiya emissiyasi aktiv-passivlarni boshqarish nuqtai nazaridan tahlil qilingan. Shartli bank balansi asosida to‘rt moliyalashtirish varianti gap, NSFR va stress-test orqali solishtirilgan. Uch yillik so‘m obligatsiyasi og‘ir stressdagi zararni kapitalning 22,7 foizidan 15,2 foizigacha kamaytirishi aniqlangan, banklar va regulyator uchun takliflar berilgan.*

Kalit so‘zlar: *aktiv-passivlarni boshqarish, obligatsiya emissiyasi, tijorat banklari, likvidlik riski, muddatlar nomuvofiqligi, qayta moliyalash riski, foiz riski, valyuta riski, NSFR, LCR, durasiya gapi, stress-test, evroobligatsiyalar.*

РОЛЬ ЭМИССИИ ОБЛИГАЦИЙ В УПРАВЛЕНИИ АКТИВАМИ И ПАССИВАМИ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ: РИСКИ ЛИКВИДНОСТИ, НЕСООТВЕТСТВИЯ СРОКОВ И РЕФИНАНСИРОВАНИЯ

Аматов Азизбек Гайрат угли
магистрант
Ташкентского государственного
экономического университета
Научный руководитель: Муродова Д.Ч.
E-mail: amatovazizbek999@gmail.com
ORCID: 0009-0003-0653-007X

Аннотация. *В статье анализируется эмиссия облигаций банками Узбекистана с позиции управления активами и пассивами. На условном балансе банка сравниваются четыре варианта фондирования по разрывам, NSFR и стресс-тестам. Трёхлетняя облигация в сумах снижает потери при тяжёлом стрессе с 22,7 до 15,2 процента капитала; даны практические рекомендации.*

Ключевые слова: *управление активами и пассивами, эмиссия облигаций, коммерческие банки, риск ликвидности, несоответствие сроков, риск рефинансирования, процентный риск, валютный риск, NSFR, LCR, дюрационный разрыв, стресс-тест, еврооблигации.*

THE ROLE OF BOND ISSUANCE IN ASSET-LIABILITY MANAGEMENT OF COMMERCIAL BANKS: LIQUIDITY, MATURITY MISMATCH AND REFINANCING RISKS

Amatov Azizbek G‘ayrat o‘g‘li
Master’s student
Tashkent State University of Economics
Scientific supervisor: Murodova D.Ch.
E-mail: amatovazizbek999@gmail.com
ORCID: 0009-0003-0653-007X

Abstract. *The article analyses bond issuance by Uzbek banks in terms of asset-liability*

management. Four funding options are compared on a representative balance sheet by maturity gaps, NSFR and stress tests. A three-year soum bond cuts severe-stress losses from 22.7 to 15.2 percent of equity.

Keywords: *asset-liability management, bond issuance, commercial banks, liquidity risk, maturity mismatch, refinancing risk, interest rate risk, currency risk, NSFR, LCR, duration gap, stress test, Eurobonds.*

Kirish

So‘nggi yillarda mamlakatimiz bank tizimi juda tez o‘sdi. 2025 yil yakunida bank sektori aktivlari 892,9 trln so‘mga, majburiyatlari esa 759,8 trln so‘mga yetgan [1]. Lekin bu o‘sishning moliyalashtirish tomoniga qarasak, bir muammo ko‘zga tashlanadi. Kreditlar aktivlarning 63,5 foizini tashkil etgani holda, mijozlar depozitlari balansning atigi 45,1 foizini qoplaydi. Qolgan katta qismi, ya'ni 32 foizi, moliya institutlaridan olingan qarzlardir, obligatsiyalar ulushi esa bor-yo‘g‘i 4,1 foiz [2].

Bu holatning mohiyati shundaki, banklar ipoteka, investitsiya loyihalari va davlat korxonalariga uzoq muddatga kredit beradi, ammo ularning resurslari asosan qisqa muddatli. 2026 yil 1 avgust holatiga depozitlarning 29,4 foizi talab qilib olinguncha, 36,4 foizi bir yilgacha muddatli bo‘lib, bir yildan ortiq muddatli depozitlar ulushi 34,2 foizni tashkil qilgan [3]. Ya'ni depozitlarning uchdan ikki qismi bir yil ichida qaytarilishi mumkin. Bu bo‘shliq asosan xorijiy kredit liniyalari bilan to‘ldiriladi, ular esa o‘z navbatida valyuta riskini olib keladi. Jahon banki baholashicha, xorijiy valyutadagi kreditlar hali ham jami kreditlarning 44 foizini tashkil etadi [4].

Shu sharoitda obligatsiya chiqarish bank uchun resurslarni uzaytirishning amaliy yo‘liga aylanmoqda. 2024–2025 yillarda O‘zmilliybank, Ipoteka-bank va O‘zsanoatqurilishbank xalqaro bozorda dollar va so‘mdagi obligatsiyalarni joylashtirdi, SQB esa mamlakatimizda birinchi bo‘lib Bazel III talablariga mos AT1 instrumentini chiqardi [5]. Bundan tashqari, Markaziy bank 2026 yildan LCR va NSFR hisob-kitobini Bazel III standartlariga to‘liq moslashtirishni rejalashtirgan [6].

Mahalliy ilmiy ishlarni ko‘zdan kechirganimizda, banklar emissiyasi ko‘proq qimmatli qog‘ozlar bozori mavzusi sifatida, ya'ni bozor hajmi, emissiya tartibi va investorlar nuqtai nazaridan o‘rganilganini ko‘rdik. Likvidlikka bag‘ishlangan ishlarda esa muddatlar nomuvofiqligi qayd etiladi, lekin aynan obligatsiya chiqarish bankning risk holatini qanchalik o‘zgartirishi raqamlar bilan ko‘rsatilmagan. Biz shu ikki yo‘nalishni bog‘lashga harakat qildik.

Tadqiqotning maqsadi obligatsiya emissiyasi banklarning likvidlik va muddatlar nomuvofiqligi riskini qay darajada kamaytirishini, uning o‘zi qanday yangi risklar keltirib chiqarishini aniqlash va emissiyani ALM siyosatiga kiritish bo‘yicha takliflar ishlab chiqishdan iborat.

Adabiyotlar sharhi

Banklarning qisqa muddatli resurs hisobiga uzoq muddatli aktiv yaratishi ularning asosiy funksiyasi bo‘lsa-da, aynan shu jihat ularni zaif qiladi. Bu fikrni D.Diamond va P.Dybvig o‘zining mashhur modelida asoslab bergan: talab qilib olinadigan depozitlar hisobiga likvid bo‘lmagan aktivlarni moliyalashtirgan bank ommaviy pul chiqarib olinishiga duch kelishi mumkin [7]. Ushbu risklarni o‘lchash usullari, jumladan gap tahlili, durasiya gapi va kapitalning iqtisodiy qiymati (EVE) sezgirligi A.Saunders va M.Cornett darsligida batafsil yoritilgan [8].

Depozit va bozor orqali moliyalashtirish o‘rtasidagi tanlovga oid tadqiqotlar alohida e'tiborga loyiq. A.Demirgüç-Kunt va H.Huizinga ulgurji resurslarga ko‘p tayangan banklarning daromadliligi pastroq, riski esa yuqoriroq ekanini aniqlagan [9]. Rivojlanayotgan mamlakatlar uchun ayniqsa muhim xulosani J.Hahm, H.Shin va K.Shin bergan: xorijiy valyutadagi noasosiy majburiyatlar moliyaviy beqarorlikning oldindan ogohlantiruvchi belgisi bo‘ladi [10].

Uzoq muddatli obligatsiyalarning farqi shundaki, ularni muddatidan oldin qaytarib olib bo‘lmaydi. F.Vazquez va P.Federico inqirozgacha barqaror resurs tuzilmasiga ega banklar kamroq

bankrot bo‘lganini aniqlagan [11]. NSFR ham bir yildan uzoq muddatli majburiyatlarga 100 foizli barqarorlik koeffitsienti berib, aynan shu xususiyatni rag‘batlantiradi [12]. Biroq barqaror resurs arzon emas, chunki uzoq muddatli qarz uchun investorlar yuqoriroq foiz talab qiladi. Shuning uchun bank barqarorlik va xarajat o‘rtasida muvozanat izlashga majbur.

Shu bilan birga, obligatsiya riskni butunlay yo‘qotmasligini ham unutmaslik kerak. Bir martada so‘ndiriladigan obligatsiya to‘lovlarni bir sanaga to‘playdi. Milliy valyutada kredit berib, xorijiy valyutada qarz olgan qarzdorlar esa B.Eichengreen, R.Hausmann va U.Panizza “asl gunoh” deb atagan valyuta nomuvofiqligiga duch keladi [13]. O‘zbekistonga kelsak, XVF va Jahon banki davlat banklarining kredit-depozit nisbati uzoq muddatli tashqi qarzlarga tayanishi sababli yuqori ekanini qayd etgan [4; 14]. Mahalliy mualliflar ham qisqa muddatli depozitlar ustunligi va resurs bazasini diversifikatsiya qilish zarurligini yozgan, lekin muayyan qarz instrumentining ta'siri ularda baholanmagan.

Tadqiqot metodologiyasi

Tadqiqotda Markaziy bank ma'lumotlari, banklarning biznes-rejalari va investorlar uchun taqdimotlari, shuningdek, 2019–2025 yillardagi xalqaro obligatsiya joylashtiruvlari shartlaridan foydalanildi. Tahlilda statistik tahlil, qiyoslash, gap tahlili, durasiya tahlili, ssenariyli stress-test, analiz va sintez usullari qo‘llanildi. Banklarning MHXS hisobotlaridagi muddatlar jadvallari bir xil formatda e'lon qilinmagani uchun panel regressiya qurishni lozim topmadik. Buning o‘rniga sektorning 2025 yil oxiridagi tuzilmasiga mos shartli (reprezentativ) bank balansini tuzib, unda turli strategiyalarni modellashtirdik.

Shartli bankning aktivlari 100 birlik deb olindi. Aktivlar: kreditlar 63,5, naqd pul va banklardagi mablag‘lar 16,1, qimmatli qog‘ozlar 11,1, boshqa aktivlar 9,3. Passivlar: depozitlar 45,1, moliya institutlaridan qarzlar 32,0, obligatsiyalar 4,1, boshqa majburiyatlar 4,2, kapital 14,6 [2; 15]. Depozitlar Markaziy bankning 2026 yil avgust holatidagi muddatlar tuzilmasi bo‘yicha taqsimlandi [3]. Kreditlar va qarzlar to‘rt muddat guruhiga (1 yilgacha, 1–3 yil, 3–5 yil, 5 yildan ortiq) ajratildi.

Har bir muddat guruhi uchun gap foizga sezgir aktivlar va majburiyatlar farqi sifatida hisoblandi:

$$GAP_t = RSA_t - RSL_t \quad (1)$$

Barqaror moliyalashtirish darajasini baholash uchun NSFR ning soddalashtirilgan ko‘rinishidan foydalandik [12]:

$$NSFR = ASF / RSF \geq 100\% \quad (2)$$

Bunda kapital va muddati bir yildan ortiq majburiyatlarga 100 foiz, talab qilib olinguncha va qisqa muddatli depozitlarga 60 foiz, bir yilgacha qarzlarga 0 foiz koeffitsient berildi. Aktivlarda naqd pulga 0, likvid qimmatli qog‘ozlarga 5, bir yilgacha kreditlarga 50, uzoqroq kreditlarga 85, boshqa aktivlarga 100 foiz qo‘llandi. Koeffitsientlar soddalashtirilgani sababli olingan NSFR qiymati rasmiy ko‘rsatkichdan yuqori chiqadi, shuning uchun biz uning darajasiga emas, variantlar o‘rtasidagi o‘zgarishga qaradik.

Foiz riskini baholashda durasiya gapi va EVE o‘zgarishi hisoblandi [8]:

$$D_GAP = D_A - (L/A) \times D_L \quad (3)$$

$$\Delta EVE \approx - D_GAP \times \Delta r \times A \quad (4)$$

Durasiyalar muddat guruhlarining o‘rtacha nuqtasi (0,5; 2,0; 3,8 va 6,5 yil) orqali taxmin qilindi. Valyuta riski so‘m qadrsizlanganda xedjlanmagan dollar majburiyatining qayta baholanishidan ko‘rilgan zarar, qayta moliyalash riski esa spred oshganda bir yil ichida qayta jalb qilinadigan resurslarning qo‘shimcha xarajati sifatida aniqlandi.

Taqqoslash uchun to‘rt variant olindi. A variantida bank yangi obligatsiya chiqarmaydi. B, C va D variantlarida bank aktivlarning 10 foiziga teng obligatsiya chiqaradi va tushgan mablag‘ bilan qisqa muddatli depozitlar va qarzlarning bir qismini almashtiradi. B varianti uch yillik so‘m obligatsiyasi bo‘lib, NBU va Ipoteka-bankning 2025 yildagi so‘m transhlariga asoslandi. C

varianti ularning dollar transhlariga o‘xshash besh yillik evroobligatsiya. D varianti esa fond birjasida keng tarqalgan bir yillik diskont obligatsiya. Har bir variant uchta ssenariy bo‘yicha tekshirildi: bazaviy (shoksiz), o‘rtacha (+200 b.p. stavka, so‘mning 10 foiz qadrsizlanishi, +200 b.p. spred) va og‘ir (+400 b.p., 25 foiz qadrsizlanish, +500 b.p. spred).

Tahlil va natijalar

Avvalo sektorning resurs tuzilmasi qanday o‘zgarganini ko‘raylik (1-jadval). 2024 yildan 2025 yilga qadar depozitlar ulushi 40,1 foizdan 45,1 foizga oshgan, moliya institutlaridan qarzlar ulushi esa 36,1 foizdan 32 foizga tushgan. 2025 yilda depozitlar 31 foizga, kreditlar esa 13 foizga o‘sgan [1]. Bu ijobiy tendensiya, lekin obligatsiyalar ulushi hamon 4 foiz atrofida qolmoqda.

1-jadval.

O‘zbekiston bank sektorining resurs tuzilmasi va asosiy prudensial ko‘rsatkichlari*

Ko‘rsatkich	2024 yil	2025 yil / so‘nggi ma’lumot
Depozitlar ulushi, %	40,1	45,1
Moliya institutlaridan qarzlar, %	36,1	32,0
Chiqarilgan obligatsiyalar, %	3,8	4,1
Kapital, %	14,9	14,6
Kredit-depozit nisbati, %	173,0	133,6 (2026 y. avgust)
Bir yildan ortiq depozitlar ulushi, %	36,9 (2025 y. avgust)	34,2 (2026 y. avgust)
Likvidlikni qoplash koeffitsienti (LCR), %	–	208
Sof barqaror moliyalashtirish koeffitsienti (NSFR), %	–	120
Kapital yetarliligi koeffitsienti, %	–	18,3

**[2], [3], [15], [16], [17] manbalar ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tuzilgan.*

Birinchi qarashda prudensial ko‘rsatkichlar yaxshi: LCR 208 foiz, NSFR 120 foiz, ikkalasi ham minimal talabdan ancha yuqori. Markaziy bank ham tizimdagi moliyaviy stress tarixiy minimumga tushganini ta'kidlagan [17]. Ammo bizningcha, bu umumiy raqamlar tarkibiy muammoni yashiradi. Depozitlarning uchdan ikkisi bir yil ichida qaytariladigan pullar, uzoq muddatli depozitlar ulushi esa oxirgi bir yilda hatto pasaygan. Davlat ishtirokidagi banklarda kredit-depozit nisbati 170 foiz bo‘lsa, boshqa banklarda 95 foiz [3]. Demak, uzoq muddatli kreditlash hali ham asosan tashqi qarzlarga bog‘liq.

Endi banklarning xalqaro obligatsiyalariga to‘xtalamiz (2-jadval). Bu yerda uchta narsa e'tiborni tortadi. Birinchidan, emissiya bir nechta yirik bankda jamlangan. Ikkinchidan, banklar faqat dollardagi obligatsiyadan so‘m transhi ham bo‘lgan ikki valyutali bitimlarga o‘tmoqda. Uchinchidan, qarz narxi sezilarli arzonlagan: Ipoteka-bankning 2025 yilgi dollar obligatsiyasi 2020 yilgisiga nisbatan 200 bazis punktdan ko‘proq arzon joylashtirilgan [18].

2-jadval.

O‘zbekiston banklarining xalqaro obligatsiyalari*

Emitent, sana	Instrument	Hajmi	Muddati	Kupon
SQB, 2019 y. noyabr	Evroobligatsiya, USD	300 mln $	5 yil	–
NBU, 2025 y.	Evroobligatsiya, USD	300 mln $	5 yil	7,20%
NBU, 2025 y.	Evroobligatsiya, so‘m	1,5 trln so‘m	3 yil	17,95%
Ipoteka-bank, 2025 y. oktyabr	Evroobligatsiya, USD	300 mln $	5 yil	6,45%
Ipoteka-bank, 2025 y. oktyabr	Evroobligatsiya, so‘m	1,2 trln so‘m	3 yil	17,50%
SQB, 2025 y. oktyabr	AT1, muddatsiz, USD	300 mln $	Muddatsiz	9,45%

**[5], [18], [19] manbalar ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tuzilgan.*

Ichki bozor hali kichik. Korporativ obligatsiyalar bo‘yicha kuponlar emitent sifatiga qarab keskin farq qiladi: mikromoliya tashkilotlari 29 foizgacha to‘lasa, banklar va davlat bilan bog‘liq emitentlar taxminan 17–18 foiz stavkada qarz oladi. Bu Markaziy bankning 14 foizli asosiy stavkasidan ancha yuqori [20]. Shundan kelib chiqib aytish mumkinki, so‘m obligatsiyasining asosiy foydasi arzonligida emas, balki uzoq muddatliligida.

Modellashtirish natijalari 3-jadvalda keltirilgan. Emissiyasiz holatda bir yillik gap deyarli nolga teng, chunki naqd pul va banklardagi mablag‘lar qisqa muddatli majburiyatlarni qoplaydi. Lekin 3–5 yillik va 5 yildan ortiq guruhlarda aktivlarning 3,5 va 6,0 foiziga teng ijobiy gap bor. Bu uzoq muddatli aktivlar har yili qayta jalb qilinishi kerak bo‘lgan resurslar hisobiga moliyalashtiriladi, ularning hajmi aktivlarning 24,4 foizini tashkil qiladi.

3-jadval.

Shartli bank bo‘yicha muddatlar gapi (aktivlarga nisbatan, %)*

Ko‘rsatkich	1 yilgacha	1–3 yil	3–5 yil	5 yildan ortiq
Foizga sezgir aktivlar	37,6	25,1	16,0	12,0
Foizga sezgir majburiyatlar (A)	37,7	25,0	12,5	6,0
A: emissiyasiz	−0,1	+0,1	+3,5	+6,0
B: 3 yillik so‘m obligatsiyasi	+9,9	−9,9	+3,5	+6,0
C: 5 yillik USD evroobligatsiya	+9,9	+0,1	−6,5	+6,0
D: 1 yillik diskont obligatsiya	−0,1	+0,1	+3,5	+6,0

**Muallif hisob-kitoblari asosida tuzilgan.*

Uch yillik so‘m obligatsiyasi chiqarilganda (B varianti) bir yil ichida qayta jalb qilinadigan resurslar 24,4 foizdan 14,4 foizga kamayadi, NSFR esa 131,6 foizdan 143,7 foizga ko‘tariladi. Ammo jadvalga diqqat bilan qaralsa, nomuvofiqlik yo‘qolmagani, balki 1–3 yil oralig‘iga ko‘chgani ko‘rinadi: u yerda −9,9 lik salbiy gap paydo bo‘ldi. Bu obligatsiya so‘ndiriladigan sanada yuzaga keladigan “qayta moliyalash devori”dir. Besh yillik evroobligatsiya (C varianti) ham xuddi shunday ta'sir qiladi, lekin bu devorni bankda allaqachon uzoq muddatli kreditlar turgan 3–5 yil oralig‘iga joylashtiradi, ya'ni aktiv va passivlarni yaxshiroq moslashtiradi. Bir yillik diskont obligatsiya (D varianti) esa gap tuzilmasini umuman o‘zgartirmaydi, NSFR ham faqat 135 foizgacha oshadi.

Stress-test natijalari 4-jadvalda berilgan. Aktivlar durasiyasi 2,08 yilni tashkil etadi. Majburiyatlar durasiyasi emissiyasiz 1,91 yil bo‘lsa, uch yillik obligatsiya bilan 2,10 yilga, besh yillik evroobligatsiya bilan esa 2,32 yilga yetadi. Natijada durasiya gapi 0,52 dan mos ravishda 0,37 va 0,19 yilgacha qisqaradi.

4-jadval.

Stress-test natijalari (zarar, kapitalga nisbatan, %)*

Variant	Durasiya gapi, yil	O‘rtacha ssenariy	Og‘ir ssenariy	Og‘ir, shu jumladan valyuta
A. Emissiyasiz	0,52	−10,5	−22,7	0,0
B. 3 yillik so‘m obligatsiyasi	0,37	−7,1	−15,2	0,0
C. USD evroobligatsiya, xedjsiz	0,19	−11,5	−27,4	−17,1
C1. USD evroobligatsiya, dollar kreditlar bilan	0,19	−4,7	−10,3	0,0
D. 1 yillik diskont obligatsiya	0,52	−10,5	−22,7	0,0

**Muallif hisob-kitoblari asosida tuzilgan.*

Emissiyasiz holatda og‘ir shok bank kapitalining 22,7 foizini yo‘qotishiga olib keladi. Bu zararning taxminan uchdan ikki qismi EVE pasayishi, qolgani qayta moliyalash xarajati hisobiga

to‘g‘ri keladi. So‘m obligatsiyasi ikkala qismni ham kamaytirib, zararni 15,2 foizgacha tushiradi. Dollar evroobligatsiyasida foiz riski eng kam, ammo mablag‘ so‘mdagi kreditlarga berilsa, so‘mning 25 foiz qadrsizlanishi aktivlarning 2,5 foizi miqdorida qo‘shimcha zarar keltiradi va jami zarar 27,4 foizgacha oshadi. Agar shu mablag‘ valyutada tushumi bor qarzdorlarga dollarda kredit sifatida berilsa, valyuta pozitsiyasi yopiladi va evroobligatsiya eng samarali variantga aylanadi (10,3 foiz).

Olingan natijalar uzoq muddatli obligatsiya barqaror resurs sifatida likvidlik riskini kamaytiradi degan nazariy fikrni tasdiqlaydi [11]. Biroq bu foyda obligatsiyaning qanday tuzilganiga bog‘liq. Fikrimizcha, bunda eng muhimi muddat: ichki bozorda ko‘p uchraydigan bir yillik obligatsiyalar investorlar doirasini kengaytiradi, lekin ALM nuqtai nazaridan deyarli hech narsa bermaydi. Ikkinchi muhim omil valyutadir. Dollar obligatsiyalarining kuponi past (6,45–7,2 foiz), so‘m obligatsiyalariniki esa 17,5–18 foiz, lekin bu farq ko‘p jihatdan kutilayotgan qadrsizlanish va inflyatsiya farqini aks ettiradi. Dollar mablag‘ini so‘mdagi kreditga aylantirgan bank arzon foizni valyuta riskiga almashtirgan bo‘ladi [10; 13]. 2025 yilda so‘m 6,93 foizga mustahkamlangani [5] kelajakda ham shunday bo‘ladi degani emas.

Uchinchidan, har bir obligatsiya o‘z so‘ndirish sanasida qayta moliyalash devorini yaratadi. 2024–2025 yillarda bir nechta bank uch yillik so‘m obligatsiyalarini chiqarganini hisobga olsak, 2027–2028 yillarda to‘lovlar to‘planib qolishi mumkin. Shu sababli bir martalik emissiya emas, balki so‘ndirish muddatlari bosqichma-bosqich joylashgan emissiya dasturi kerak. Fitch ma'lumotiga ko‘ra, banklarimiz 2025 yilgi to‘lovlarning bir qismini 2024 yilning ikkinchi yarmidayoq qayta moliyalashtirgan [16], bu esa to‘g‘ri amaliyot.

Xulosa

O‘tkazilgan tahlil natijasida quyidagi xulosaga keldik. Banklarimiz uzoq muddatli kreditlarni asosan qisqa muddatli depozitlar va tashqi qarzlar hisobidan moliyalashtirmoqda. Obligatsiya emissiyasi bu nomuvofiqlikni kamaytirishi mumkin: shartli bankda aktivlarning 10 foiziga teng uch yillik so‘m obligatsiyasi bir yillik qayta jalb qilish ehtiyojini 10 foiz punktga qisqartiradi, NSFR ni 12 foiz punktga oshiradi va og‘ir stressdagi zararni kapitalning 22,7 foizidan 15,2 foizigacha kamaytiradi. Ammo qisqa muddatli obligatsiyalar deyarli foyda bermaydi, xedjlanmagan dollar obligatsiyalari esa umumiy riskni oshirishi mumkin.

Tijorat banklariga quyidagilarni taklif qilamiz. Birinchidan, obligatsiya chiqarish to‘g‘risidagi qarorlarni ALM qo‘mitasi zimmasiga yuklash va emissiya muddatini bankning o‘z gap tahlilidan kelib chiqib tanlash. Ikkinchidan, so‘ndirish muddatlari turli yillarga taqsimlangan emissiya dasturini ishlab chiqish va yirik to‘lovlarni oldindan moliyalashtirish. Uchinchidan, obligatsiya mablag‘ining valyutasini u moliyalashtiradigan aktivlar valyutasiga moslashtirish. To‘rtinchidan, foiz, valyuta va qayta moliyalash shoklarini birgalikda qamrab oladigan stress-testlarni muntazam o‘tkazish.

Markaziy bank va kapital bozori regulyatoriga esa LCR va NSFR ni Bazel III ga moslashtirishni yakunlash va banklar kesimida muddatlar bo‘yicha ma'lumotlarni oshkor qilishni joriy etish, uzoq muddatli davlat obligatsiyalarini muntazam chiqarish va institutsional investorlarni rivojlantirish orqali so‘mdagi uzoq muddatli daromadlilik egri chizig‘ini shakllantirish, banklar uchun dasturiy emissiyani ro‘yxatdan o‘tkazishni soddalashtirish hamda sukuk bo‘yicha huquqiy bazani yakunlashni taklif etamiz.

Tadqiqotning cheklovlari ham bor: shartli bank sektor ko‘rsatkichlari asosida tuzilgan, kreditlar va qarzlarning muddatlar bo‘yicha taqsimoti taxminiy, NSFR esa soddalashtirilgan. Kelgusida bu yondashuvni aniq banklarning MHXS hisobotlariga qo‘llash va sukuk kabi islomiy moliya instrumentlarining ta'sirini baholash rejalashtirilmoqda.

Foydalanilgan adabiyotlar

1. Dunyo. “Global Korea Post” newspaper on the analysis of the banking sector of Uzbekistan. 15.01.2026. – https://dunyo.info/en/news/gazeta-global-korea-post-ob-analize-bankovskogo-sektora-uzbekistana

2. KDB Bank Uzbekistan. Business Plan 2026. – https://lists.kdb.uz/storage/business-plans/May2026/4Gz0Dqj4TAdJIMq76sLB.pdf
3. UzDaily. Uzbekistan bank deposits rise 33.9% year-on-year. 2026. – https://www.uzdaily.uz/en/uzbekistan-bank-deposits-rise-339-year-on-year/
4. World Bank. Republic of Uzbekistan: Financial Sector Assessment. – Washington, DC, 2025. – https://documents1.worldbank.org/curated/en/099072925165040123/pdf/BOSIB-098cfdae-26d9-446a-9607-c30f373e1f1b.pdf
5. Intellinews. ALKES: 4+1 facts on Uzbekistan’s deeper investment market in 2025. 2026. – https://www.intellinews.com/alkes-4-1-facts-on-uzbekistan-s-deeper-investment-market-in-2025-424637/
6. O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki. Bank faoliyatini tartibga solish va nazorat qilish tizimini yanada takomillashtirishga qaratilgan 2025–2028 yillarga mo‘ljallangan «Yo‘l xaritasi». – https://cbu.uz/upload/medialibrary/5d0/g24jiu5hub25yew2aiihdzwc964sjz1q/FSAP-Roadmap_Eng-17.11.2025_.pdf
7. Diamond D.W., Dybvig P.H. Bank runs, deposit insurance, and liquidity // Journal of Political Economy. – 1983. – Vol. 91, No. 3.
8. Saunders A., Cornett M.M. Financial Institutions Management: A Risk Management Approach. 10th ed. – McGraw-Hill, 2021.
9. Demirgüç-Kunt A., Huizinga H. Bank activity and funding strategies: The impact on risk and returns // Journal of Financial Economics. – 2010. – Vol. 98, No. 3.
10. Hahm J.-H., Shin H.S., Shin K. Noncore bank liabilities and financial vulnerability // Journal of Money, Credit and Banking. – 2013. – Vol. 45, s1.
11. Vazquez F., Federico P. Bank funding structures and risk: Evidence from the global financial crisis // Journal of Banking & Finance. – 2015. – Vol. 61.
12. Basel Committee on Banking Supervision. Basel III: The Net Stable Funding Ratio. – BIS, 2014. – https://www.bis.org/bcbs/publ/d295.htm
13. Eichengreen B., Hausmann R., Panizza U. The pain of original sin // Other People’s Money. – University of Chicago Press, 2005.
14. International Monetary Fund. Republic of Uzbekistan. IMF Country Report No. 25/145. – 2025. – https://www.imf.org/en/-/media/files/publications/cr/2025/english/1uzbea2025003-print-pdf.pdf
15. KDB Bank Uzbekistan. Business Plan 2025. – https://kdb.uz/storage/business-plans/July2025/qoGRivOJyAX2tEhMm4VY.pdf
16. UzDaily. Uzbek banking system poised to lead Eurobond issuance in 2025. – https://www.uzdaily.uz/en/uzbek-banking-system-poised-to-lead-eurobond-issuance-in-2025/
17. Kun.uz. Central Bank says Uzbekistan’s banks maintained strong financial stability in 2025. 09.07.2026. – https://kun.uz/en/news/2026/07/09/central-bank-says-uzbekistans-banks-maintained-strong-financial-stability-in-2025-1f1f8a
18. Ipoteka Bank. Ipoteka Bank, member of OTP Group, successfully prices dual-currency Eurobond. 06.10.2025. – https://www.ipotekabank.uz/en/news/ipoteka-bank-member-of-otp-group-successfully-prices-dual-currency-eurobond/
19. Kinstellar. Kinstellar advises the joint lead managers on the USD 300 million debut Eurobond offering by NBU. – https://kinstellar.com/news-and-insights/detail/1312/kinstellar-advises-the-joint-lead-managers-on-the-usd-300-million-debut-eurobond-offering-by-jsc-national-bank-for-foreign-economic-activity-of-the-republic-of-uzbekistan-nbu
20. Intellinews. Uzbekistan government bond issuance doubles from 2023 to 2025. 27.04.2026. – https://www.intellinews.com/uzbekistan-government-bond-issuance-doubles-from-2023-to-2025-439669/