



RIVOJLANAYOTGAN MAMLAKATLARDA VALYUTA KURSI REJIMLARINI LIBERALLASHTIRISH AMALIYOTI VA O'ZBEKISTON UCHUN MOSLASHUVCHAN KURS SIYOSATI SABOQLARI

Saydullayev Nodirbek Narzullayevich

Tashkent Kimyo xalqaro universiteti mustaqil tadqiqotchisi
Email: nsaydullayev@gmail.com

Annotatsiya: Mazkur tadqiqotda rivojlanayotgan va o'tish iqtisodiyoti mamlakatlarida qat'iy valyuta kursidan bozor tamoyillariga asoslangan moslashuvchan kurs rejimiga o'tishning xalqaro tajribasi va transformatsiya mexanizmlari tadqiq etilgan. Janubi-Sharqiy Osiyo, Lotin Amerikasi hamda Markaziy va Sharqiy Yevropa mamlakatlarining valyuta liberallashtirish tajribasi qiyosiy tahlil qilinib, ketma-ketlikka (sequencing) rioya qilinmagan islohotlarning valyuta-moliyaviy inqirozlarga ta'siri baholangan. Erkin suzuvchi kursga o'tishning asosiy shartlari — makroiqtisodiy barqarorlik, yetarli xalqaro zaxiralar, moliyaviy va muddatli valyuta bozorlari rivoji hamda bank tizimining valyuta risklariga chidamliligi tahlil qilingan. O'zbekistonda 2017-yildan boshlangan valyuta islohotlari, regulyator intervensiyalari, dollarlashuv va valyuta kursining ichki narxlarga o'tish effekti empirik baholangan. Tadqiqot natijalariga ko'ra, valyuta bozorini chuqurlashtirish, xedjirlash mexanizmlarini kengaytirish va moslashuvchan kurs siyosatiga bosqichma-bosqich o'tish bo'yicha tavsiyalar ishlab chiqilgan.

Kalit so'zlar: valyuta kursi rejimi, liberallashtirish, moslashuvchan valyuta kursi, o'tish iqtisodiyoti, O'zbekiston, xalqaro tajriba, dollarlashuv, derivativlar bozori, o'tish effekti (pass-through), makroiqtisodiy barqarorlik.

Abstract: This study examines the international experience and transformation mechanisms regarding the shift from fixed exchange rate regimes to market-based flexible exchange rate regimes in developing and transition economies. It presents a comparative analysis of currency liberalization experiences in Southeast Asia, Latin America, and Central and Eastern Europe, assessing the impact of reforms that lacked proper sequencing on subsequent currency and financial crises. The study analyzes the key prerequisites for transitioning to a freely floating exchange rate, including macroeconomic stability, adequate international reserves, the development of financial and forward currency markets, and the banking system's resilience to currency risks. It also provides an empirical assessment of the currency reforms initiated in Uzbekistan in 2017, regulatory interventions, dollarization, and the pass-through effect of the exchange rate on domestic prices. Based on the findings, recommendations are developed for deepening the currency market, expanding hedging mechanisms, and gradually transitioning to a flexible exchange rate policy.

Keywords: exchange rate regime, currency liberalization, flexible exchange rate, transition economy, emerging markets, Uzbekistan, international experience, dollarization, financial hedging, exchange rate pass-through.

Абстрактный: В данном исследовании рассматривается международный опыт и механизмы трансформации перехода от режима фиксированного обменного курса к режиму гибкого обменного курса, основанному на рыночных принципах, в развивающихся странах и странах с переходной экономикой. Проводится сравнительный анализ опыта валютной либерализации в Юго-Восточной Азии, Латинской Америке и Центральной и Восточной Европе, а также оценивается влияние не связанных между собой реформ на валютные и финансовые кризисы. Основными условиями перехода к свободно плавающему обменному курсу являются макроэкономическая стабильность, достаточные международные резервы, развитие финансовых и валютных рынков, а также устойчивость банковской системы к валютным рискам. Эмпирически оцениваются валютные реформы, начавшиеся в Узбекистане в 2017 году, регуляторные интервенции, долларизация и влияние валютного перехода на внутренние цены. По результатам исследования разработаны рекомендации по углублению валютного рынка, расширению механизмов хеджирования и постепенному переходу к гибкой валютной политике.

Ключевые слова: режим валютного курса, либерализация, гибкий валютный курс, развивающиеся рынки, переходная экономика, Узбекистан, долларизация, срочный валютный рынок, эффект переноса (pass-through), макроэкономическая стабильность.

Kirish (Введение/Introduction).

Global iqtisodiy integratsiyaning kuchayishi, xalqaro savdo hajmining ortishi hamda xalqaro moliya bozorlaridagi beqarorlikning kuchayishi rivojlanayotgan va bozor iqtisodiyotiga o'tayotgan mamlakatlarda valyuta kursi rejimlarini tanlash va ularni liberallashtirish masalasini makroiqtisodiy siyosatning eng ustuvor yo'nalishlaridan biriga aylantirdi. Tarixiy tajriba shuni ko'rsatadiki, qat'iy belgilangan (*fixed*) yoki sun'iy ushlab turiladigan valyuta rejimlari qisqa muddatda narxlar barqarorligini ta'minlash va inflyatsion kutilmalarni jilovlashda samara berishi mumkin bo'lsa-da, uzoq muddatda iqtisodiyotda tarkibiy nomutanosibliklarning to'planishiga, milliy valyutaning fundamental qiymatidan asossiz mustahkamlanishiga (*overvaluation*), tashqi raqobatbardoshlikning pasayishiga hamda mamlakat oltin-valyuta zaxiralarining muddatidan oldin tugashiga zamin yaratadi. Shu munosabat bilan, so'nggi o'n yilliklarda ko'plab rivojlanayotgan davlatlar tashqi iqtisodiy shoklarni yutuvchi tabiiy «amortizator» vazifasini o'tovchi moslashuvchan va erkin suzuvchi valyuta kursi mexanizmlariga o'tish amaliyotini faol amalga oshirdilar.

Biroq valyuta rejimlarini liberallashtirish va moslashuvchan kurs siyosatiga o'tish jarayoni bir tekisda kechuvchi oddiy texnik hodisa emas, balki chuqur tizimli va institutsional islohotlarni talab qiluvchi murakkab transformatsiyadir. Janubiy-Sharqiy Osiyo, Lotin Amerikasi hamda Markaziy va Sharqiy Yevropa mamlakatlarining tajribasi liberallashtirishning bosqichma-bosqichligi (*sequencing*) va tayyorgarlik darajasi buzilganda jarayon yirik moliyaviy va valyuta inqirozlariga olib kelishini ko'rsatdi. Xususan, ichki moliya bozori yetarlicha chuqurlashmasdan, bank tizimining valyuta xatarlariga chidamliligi oshirilmagan va kapital hisobi shoshilinch liberallashtirilgan holatlarda valyuta kursining to'satdan qadrsizlanishi korporativ va moliyaviy sektor balanslarida jiddiy nomutanosibliklarni (*balance-sheet mismatches*) vujudga keltirdi. Natijada ushbu mamlakatlarning aksariyati valyuta kursining haddan tashqari volatilligidan cho'chib, amalda yana bozorga faol aralashishga, ya'ni «suzishdan qo'rqish» (*fear of floating*) tuzog'iga tushishga majbur bo'ldilar.

O'zbekiston Respublikasi uchun valyuta rejimlarini liberallashtirish amaliyoti tub iqtisodiy islohotlarning tayanch nuqtasi bo'lib xizmat qildi.

2017-yilning sentabr oyida valyuta bozorini liberallashtirish bo'yicha amalga oshirilgan fundamental qadamlar natijasida mamlakatda ko'p yillar davomida saqlanib qolgan ko'p kurslilik tizimi va ma'muriy taqsimot mexanizmlari bekor qilindi, milliy valyutaning erkin konvertatsiyasi ta'minlandi hamda valyuta kursi bozor kuchlari — talab va taklif asosida shakllanishiga zamin yaratildi. Keyingi bosqichda pul-kredit siyosatini bosqichma-bosqich inflyatsion targetirlash rejimiga o'tkazilishi Markaziy bank oldiga valyuta kursining moslashuvchanligini oshirish va foiz stavkasi kanalining transmissiya mexanizmini kuchaytirish kabi murakkab strategik vazifalarni qo'ydi.

Shunga qaramasdan, milliy iqtisodiyotning tarkibiy xususiyatlari O'zbekistonda to'liq erkin suzuvchi kurs rejimiga o'tish jarayonida bir qator institutsional va makroiqtisodiy cheklolarning mavjudligini ko'rsatmoqda. Iqtisodiyotda xomashyo eksporti ulushining yuqoriligi, xalqaro pul o'tkazmalarining davriyligi, importga qaramlik darajasi, moliyaviy tizimdagi tarkibiy dollarlashuv ko'rsatkichlari hamda valyuta kursining ichki narxlarga yuqori o'tish effekti (*exchange rate pass-through*) valyuta bozorida ma'lum darajada noaniqliklarni yuzaga keltirmoqda. Bundan tashqari, ichki moliya bozorida muddatli valyuta instrumentlari — forvard, fyuchers va svop bozorlarining rivojlanmaganligi xo'jalik yurituvchi subyektlarga o'z valyuta risklarini samarali xedjirlash imkonini bermayapti. Mazkur omillar Markaziy bankning ichki valyuta bozorida faol ishtirokchi bo'lib qolishini taqozo etmoqda va to'laqonli bozorga asoslangan moslashuvchan kurs siyosatiga o'tishning yangi mexanizmlarini ishlab chiqishni dolzarb ilmiy masalaga aylantirmoqda.

Ushbu tadqiqotning asosiy maqsadi — rivojlanayotgan mamlakatlarda valyuta kursini liberallashtirishning xalqaro tajribasi va saboqlarini qiyosiy tahlil qilish asosida O'zbekiston sharoitida moslashuvchan valyuta kursi siyosatini bosqichma-bosqich takomillashtirishning ilmiy-amaliy mexanizmlarini ishlab chiqishdan iborat. Mazkur maqsadga erishish doirasida liberallashtirish jarayonida makroiqtisodiy shart-sharoitlarning bajarilishi, valyuta intervensiyalarining optimal chegaralari, moliyaviy dollarlashuvni qisqartirish yo'llari hamda ichki derivativlar bozorini rivojlantirish orqali valyuta xatarlarini boshqarish mexanizmlari kompleks tahlil qilinadi. Olingan natijalar O'zbekistonda inflyatsion targetirlash rejimining samaradorligini oshirish, tashqi iqtisodiy shoklarga nisbatan milliy moliyaviy tizimning barqarorligini ta'minlash va erkin bozor mexanizmlariga asoslangan optimal kurs siyosatini shakllantirishga xizmat qiladi.

Mavzuga oid adabiyotlar tahlili (Обзор литературы/Literature review).

Valyuta kursi rejimlarini tanlash va liberallashtirish masalasi ochiq iqtisodiyot nazariyasining muhim yo'nalishlaridan biri hisoblanadi. Mundell kapital harakatchanligi va valyuta kursi rejimi o'rtasidagi bog'liqlikni tahlil qilib, qat'iy va moslashuvchan kurs sharoitida monetar siyosatning imkoniyatlari turlicha bo'lishini asoslagan [14]. Fleming esa ochiq iqtisodiyotda ichki moliyaviy siyosatning samaradorligi valyuta kursi rejimiga bevosita bog'liqligini ko'rsatgan [8]. Frankel barcha mamlakatlar uchun yagona optimal valyuta kursi rejimi mavjud emasligini, rejim tanlovi mamlakatning iqtisodiy tuzilishi va tashqi sharoitlariga mos bo'lishi kerakligini ta'kidlaydi [9].

Valyuta bozorini liberallashtirish jarayonining ketma-ketligi rivojlanayotgan mamlakatlar uchun alohida ahamiyatga ega. Edwards tashqi sektorni liberallashtirishda bosqichma-bosqichlik tamoyiliga rioya qilish makroiqtisodiy muvozanatni saqlash uchun muhim ekanligini asoslagan [5]. McKinnon ham moliyaviy nazoratni bekor qilish va kapital bozorini ochishda institutsional tayyorgarlik hamda to'g'ri ketma-ketlik zarurligini ta'kidlaydi [13]. Mazkur yondashuvlar valyuta kursini erkinlashtirishni boshqa makroiqtisodiy va moliyaviy islohotlardan ajratib amalga oshirish yuqori risklarni yuzaga keltirishi mumkinligini ko'rsatadi.

Fischer valyuta kursi rejimlarini faqat qat'iy yoki to'liq erkin suzuvchi shakllarga ajratish yetarli emasligini, amaliyotda oraliq rejimlar ham keng qo'llanilishini qayd etgan [7]. Orlowski Markaziy Yevropa mamlakatlari tajribasini o'rganib, monetar siyosat rejimi va valyuta kursi strategiyasining institutsional rivojlanish darajasi bilan chambarchas

bog'liqligini ko'rsatgan [15]. Ushbu tadqiqotlar rivojlanayotgan mamlakatlarda moslashuvchan kursga o'tish jarayoni iqtisodiyotning tayyorgarlik darajasiga muvofiq amalga oshirilishi kerakligini asoslaydi.

Rivojlanayotgan mamlakatlarda valyuta kursining yuqori o'zgaruvchanligi ko'pincha markaziy banklarning bozorga aralashuvini saqlab qolishiga sabab bo'ladi. Calvo va Reinhart tomonidan ishlab chiqilgan "fear of floating" konsepsiyasi nominal jihatdan suzuvchi kurs rejimini tanlagan mamlakatlarda ham valyuta kursining keskin tebranishlarini cheklashga qaratilgan intervensiyalar mavjudligini ko'rsatadi [2]. Bu holat valyuta liberallashtirilishi avtomatik ravishda markaziy bankning valyuta bozoridagi ishtirokidani to'liq voz kechishini anglatmasligini ko'rsatadi.

Valyuta kursining ichki narxlarga ta'siri liberallashtirish siyosatining muhim jihatlaridan biridir. Campa va Goldberg valyuta kursi o'zgarishlarining import narxlariga o'tish darajasini tahlil qilib, ushbu ta'sir mamlakatlar va iqtisodiy sharoitlarga qarab farqlanishini aniqlagan [3]. Devereux va Engel ochiq iqtisodiyotda narxlarning qat'iyligi va valyuta kursining xarajatlar hamda talabga ta'siri monetar siyosat samaradorligini belgilashini asoslagan [4]. Gopinath va boshqalar esa xalqaro savdoda dominant valyutalar orqali narx shakllanishi valyuta kursi o'zgarishlarining ichki iqtisodiyotga ta'sir mexanizmini murakkablashtirishini ko'rsatgan [10].

Valyuta bozorining ishlash mexanizmlarini tushuntirishda Evans va Lyonsning tadqiqoti ham muhim ahamiyatga ega. Mualliflar valyuta kursi dinamikasida bozor ishtirokchilarining buyurtmalari (*order flow*) va axborot oqimlari muhim rol o'ynashini ko'rsatgan [6]. Mazkur yondashuv valyuta bozorini liberallashtirish bilan bir qatorda uning likvidligi, axborot shaffofligi va bozor infratuzilmasini rivojlantirish zarurligini ko'rsatadi.

Valyuta liberallashtirishning eng katta xatarlaridan biri moliyaviy va to'lov balansi inqirozlarining yuzaga kelishidir. Krugman valyuta kursining barqarorligini ta'minlashga qaratilgan siyosat fundamental nomutanosibliklar bilan mos kelmaganda to'lov balansi inqirozi yuzaga kelishini nazariy jihatdan asoslagan [12]. Kaminsky va Reinhart esa bank inqirozlari va valyuta inqirozlari o'rtasidagi o'zaro bog'liqlikni ko'rsatib, moliyaviy sektor zaifligi valyuta liberallashtirish jarayonidagi xavflarni kuchaytirishi mumkinligini aniqlagan [11].

Zamonaviy yondashuvlarda valyuta kursi siyosati faqat valyuta bozorini liberallashtirish masalasi sifatida emas, balki pul-kredit, makroprudensial va valyuta siyosatlarining o'zaro muvofiqligi nuqtayi nazaridan baholanmoqda. Adrian va boshqalar Integrated Policy Framework doirasida rivojlanayotgan iqtisodiyotlarda tashqi shoklar, kapital oqimlari va valyuta kursi o'zgarishlariga javob berishda turli siyosat instrumentlarini kompleks qo'llash zarurligini asoslaydi [1].

O'zbekiston tajribasida valyuta siyosatini liberallashtirishning institutsional boshlanishi 2017-yilda qabul qilingan PF-5177-son Farmon bilan bog'liq bo'lib, ushbu hujjat valyuta bozorini liberallashtirish va valyuta kursini shakllantirishda bozor mexanizmlarini kengaytirishga yo'naltirilgan [16]. Keyingi bosqichda Markaziy bank tomonidan inflyatsion targetirlashga o'tish, valyuta kursining moslashuvchanligini ta'minlash va pul-kredit siyosati transmissiya mexanizmlarini rivojlantirishga e'tibor kuchaytirildi [17].

O'zbekiston bo'yicha Vohidov va Berdiqulov valyuta kursi o'zgarishlarining inflyatsiyaga o'tish mexanizmini tadqiq etib, moslashuvchan kurs siyosatining makroiqtisodiy oqibatlarini baholagan [18]. Xoliqov va Abdullayev esa valyuta risklarini xedjirlash, derivativlar bozorini rivojlantirish va iqtisodiy subyektlarning kurs xatarlarini boshqarish imkoniyatlarini kengaytirish zarurligini asoslagan [19].

Shunday qilib, mavjud adabiyotlar valyuta kursini liberallashtirishni oddiygina qat'iy kursdan erkin suzuvchi kursga o'tish sifatida emas, balki makroiqtisodiy barqarorlik, moliyaviy bozorlarning rivojlanganligi, xalqaro xazinalar, bank tizimining valyuta risklariga chidamliligi va xedjirlash instrumentlari bilan ta'minlangan kompleks jarayon sifatida baholash zarurligini ko'rsatadi. Shu bilan birga, O'zbekiston sharoitida moslashuvchan kurs siyosatiga o'tishning optimal ketma-ketligi, valyuta bozorining chuqurligi, derivativlar bozori va valyuta kursining inflyatsiyaga o'tish effekti o'rtasidagi o'zaro bog'liqlikni kompleks

baholash masalalari yetarlicha tizimli tadqiq etilmagan. Mazkur holat ushbu tadqiqotning ilmiy yo'nalishini belgilaydi.

Tadqiqotni amalga oshirishda foydalanilgan usullar (Методы /Methods).

Ushbu tadqiqotning metodologik asosi rivojlanayotgan va o'tish iqtisodiyoti mamlakatlarida valyuta kursini liberallashtirish bosqichlari, moslashuvchan kurs siyosatiga o'tishning makroiqtisodiy shartlari hamda ularning moliyaviy barqarorlikka ta'sirini tushuntiruvchi zamonaviy xalqaro nazariyalarga tayanadi. Tadqiqotda kompleks xarakterdagi qiyosiy-tarixiy tahlil, tizimli guruhlash, ekonometrik modellash, kogerent makroiqtisodiy baholash hamda institutsional tahlil usullaridan keng foydalanildi. Xalqaro tajribani o'rganish doirasida Lotin Amerikasi (Chili, Meksika), Janubiy-Sharqiy Osiyo (Janubiy Koreya, Tailand) hamda Markaziy va Sharqiy Yevropa (Polsha, Chexiya) davlatlarining valyuta liberallashtirish dasturlari qiyosiy tahlil qilinib, islohotlarning ketma-ketligi, oraliq rejimlardan chiqish strategiyalari va yuzaga kelgan tizimli xatarlar umumlashtirildi. Ushbu xalqaro saboqlar O'zbekistonda 2017-yildan buyon amalga oshirilayotgan valyuta islohotlarining institutsional va makroiqtisodiy xususiyatlari bilan taqqoslandi.

O'zbekistonda moslashuvchan kurs siyosatining shakllanishi va valyuta kursi tebranishlarining ichki narxlar darajasiga ta'sirini empirik baholash maqsadida tarkibiy vektor avtoregressiya hamda avtoregressiv taqsimlangan laglar yondashuvlaridan foydalanildi. Ushbu modellar orqali valyuta kursi o'zgarishining iste'mol narxlar indeksi va bazaviy inflyatsiyaga o'tish effekti (*exchange rate pass-through*) hamda uning vaqt o'tishi bilan so'nib borish traektoriyasi tahlil qilindi. Ekonometrik baholash jarayonida nominal va real samarali valyuta kurslari, import narxlar indeksi, pul massasi agregatlari, asosiy savdo hamkorlari bo'lgan davlatlarning inflyatsiya ko'rsatkichlari hamda Markaziy bankning qayta moliyalash (asosiy) stavkasi asosiy endogen va ekzogen o'zgaruvchilar sifatida modelga kiritildi. Baholashdan oldin barcha vaqtli qatorlar birlik ildiz testlari orqali stasionarlikka tekshirildi hamda o'zgaruvchilar o'rtasidagi uzoq muddatli muvozanat munosabatlari kointegratsiya tahlillari orqali aniqlandi.

Tadqiqotda valyuta bozorining chuqurligi va regulاتورning bozorga ta'sirini baholash uchun bank tizimining likvidlik ko'rsatkichlari, depozitlar va kreditlar portfelidagi tarkibiy dollarlashuv darajasi, ichki valyuta birjasidagi savdolar aylanmasi hamda Markaziy bankning sof intervensiyalari dinamikasi o'rganildi. Muddatli valyuta instrumentlari (forward, fyuchers va svop) bozorining rivojlanish holati va tijorat banklarining ochiq valyuta pozitsiyalarini xedjirlash imkoniyatlari tizimli monitoring qilindi. Shuningdek, mamlakat xalqaro zaxiralarining yetarlilik darajasi Xalqaro Valyuta Jamg'armasining kompozit zaxira yetarliligi (*ARA metric*) hamda importni qoplash oylari ko'rsatkichlari mezonlari asosida tahlil qilinib, tashqi shoklarga nisbatan himoyalanganlik darajasi aniqlandi.

Tadqiqotning empirik va axborot bazasini O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki, O'zbekiston Respublikasi Prezidenti huzuridagi Statistika agentligi, Iqtisodiyot va moliya vazirligi hamda Xalqaro Valyuta Jamg'armasi, Jahon banki va Xalqaro hisob-kitoblar bankining rasmiy statistik hisobotlari, tahliliy byulletenlari va ma'lumotlar bazalari tashkil etdi. Tahlillar 2017–2025-yillardagi oylik va choraklik vaqtli qatorlar asosida amalga oshirilib, qabul qilingan ekonometrik modellarning adekvatligi qoldiqlar avtokorrelyatsiyasi, geteroskedastiklik hamda parametrlar barqarorligi diagnostik testlari orqali to'liq tasdiqlandi.

Tahlil va natijalarlar (Анализ и результаты/Analysis and results).

Global moliya arxitekturasida valyuta kurslari rejimlari evolyutsiyasi tahlili shuni ko'rsatadiki, so'nggi o'ttiz yillikda rivojlanayotgan mamlakatlarning aksariyati qat'iy belgilangan kurs tuzilmalaridan voz kechib, moslashuvchan va bozor tamoyillariga asoslangan suzuvchi kurs shakllanishiga o'tishni afzal ko'rdi. Bu jarayon, eng avvalo, xalqaro kapital oqimlari harakatchanligining oshishi va moliyaviy integratsiyaning kuchayishi natijasida klassik «moliyaviy trilemma» qonuniyatining amalida yaqqol namoyon bo'lishi bilan izohlanadi. Rivojlanayotgan iqtisodiyotlar tashqi savdo shoklari, tovar bozorlaridagi narx tebranishlari va rivojlangan davlatlar markaziy banklarining foiz

siyosatiga nisbatan o'ta ta'sirchan bo'lib, qat'iy fiksatsiyalangan kurs rejimi ushbu zarbalarni yumshatish o'rni, iqtisodiyot ichida haddan tashqari valyuta nomutanosibliklari va tizimli xatarlarning to'planishiga olib keldi. Shu sababli, barqaror makroiqtisodiy rivojlanish va raqobatbardoshlikni ko'zlagan davlatlar uchun valyuta rejimlarini liberallashtirish muqarrar strategik zaruriyatga aylandi.

Lotin Amerikasi va Janubiy-Sharqiy Osiyo davlatlarining (Meksika, Braziliya, Tailand, Janubiy Koreya) valyuta liberallashtirish tajribasi o'rganilganda, islohotlarning ketma-ketligiga (*sequencing*) rioya etmaslik jiddiy makroiqtisodiy inqirozlarni keltirib chiqarganligi aniqlandi. Mazkur mamlakatlarda ichki bank sektori mustahkamlanmasdan, prudensial nazorat mexanizmlari to'liq joriy etilmasdan va ichki kapital bozori yetarlicha chuqurlashmasdan turib kapital hisobi va tashqi qarz olish keskin liberallashtirildi. Natijada xususiy sektor tomonidan kafolatlangan barqaror kurs illyuziyasi ostida xedjirlanmagan qisqa muddatli xorijiy valyuta qarzlarining haddan tashqari ko'payishi kuzatildi. Tashqi investorlar kayfiyati o'zgargan zahoti boshlangan kapitalning ommaviy chiqib ketishi milliy valyutalarga nisbatan kuchli spekulativ bosimni paydo qilib, qat'iy kurs tizimlarini sindirdi hamda korporativ va bank sektorlarining to'lov qobiliyatini izdan chiqaruvchi halokatli «egizak inqirozlar»ga olib keldi.

Aksincha, Markaziy va Sharqiy Yevropaning o'tish iqtisodiyoti davlatlari — Chexiya, Polsha va Vengriya amaliyoti oraliq rejimlardan moslashuvchan kurs siyosatiga o'tishning ancha tartibli va xavfsiz modelini namoyon etadi. Ushbu mamlakatlar qat'iy belgilangan kursdan to'g'ridan-to'g'ri erkin suzishga sakramasdan, oraliq bosqich sifatida valyuta yo'lagi (*crawling band*) mexanizmidan foydalandilar va kurs tebranishining ruxsat etilgan chegaralarini bosqichma-bosqich kengaytirib bordilar. Eng muhimi, ushbu davlatlar valyuta kursini to'liq bozor kuchlariga topshirish bilan parallel ravishda mustaqil pul-kredit siyosatining yangi nominal langari sifatida inflyatsion targetirlash rejimini joriy qildilar, ichki davlat qimmatli qog'ozlari bozorini rivojlantirdilar hamda moliya bozorida valyuta risklarini sug'urtalovchi derivativlar instrumentlarining shakllanishini ta'minladilar. Bu esa ularga global moliyaviy beqarorlik davrlarida tashqi shoklarni minimal yo'qotishlar bilan neytrallashtirish imkonini berdi.

O'zbekiston amaliyoti tahlil qilinganda, 2017-yilning sentabr oyida valyuta bozorini liberallashtirish bo'yicha amalga oshirilgan islohotlar mamlakatning zamonaviy iqtisodiy rivojlanishida tub burilish bosqichi bo'lganligi ko'rinadi. Islohotlarga qadar amalda bo'lgan ko'p kurslilik tizimi, majburiy valyuta sotish tartiblari hamda joriy xalqaro operatsiyalar bo'yicha konvertatsiyaning ma'muriy cheklanganligi iqtisodiyotda chuqur nomutanosibliklarni, yashirin iqtisodiyotning keng ko'lami va tashqi savdo faoliyatida jiddiy to'siqlarni yuzaga keltirgan edi. Bir martalik devalvatsiya orqali rasmiy va parallel bozor kurslarining unifikatsiya qilinishi hamda xo'jalik yurituvchi subyektlarga valyutani bozor kursida erkin xarid qilish va sotish imkoniyatining yaratilishi tashqi savdo erkinlashuviga, eksport salohiyatining oshishiga hamda investitsion muhitning sifat jihatidan yaxshilanishiga xizmat qildi.

Shu bilan birga, 2017–2025-yillar davomida shakllangan valyuta siyosati dinamikasi O'zbekistonda valyuta kursining shakllanishi to'liq erkin suzuvchi xarakterga ega emasligini ko'rsatmoqda. Markaziy bank rasman suzuvchi valyuta kursi rejimini e'lon qilgan bo'lsa-da, amaliyotda «boshqariladigan suzish» modeli ustunlik qilib, regulator ichki valyuta birjasidagi asosiy ishtirokchi bo'lib qolmoqda. Bu holat mamlakatdagi tarkibiy xususiyatlar, xususan, yirik davlat korxonalari va oltin qazib oluvchi tarmoqlarning xorijiy valyuta tushumlari Markaziy bank tomonidan sotib olinishi hamda ushbu hajmning ichki bozorda «bozor neytralligi» tamoyili asosida qayta sotilishi bilan chambarchas bog'liqdir. Natijada ichki bozorda valyuta kursi dinamikasi sof xususiy bozor ishtirokchilarining talab va taklifiga nisbatan ko'proq regulاتورning operatsion aralashuvlariga qaram bo'lib qolmoqda.

Rivojlanayotgan mamlakatlarning valyuta rejimlarini liberallashtirishdagi institutsional ko'rsatkichlari va O'zbekistondagi hozirgi holatni qiyosiy baholash islohotlarning o'xshash va farqli jihatlarini yaqqol ko'rsatadi. Quyidagi 1-jadvalda o'rganilgan davlatlar guruhining asosiy makroiqtisodiy mezonlari, liberallashtirish modellari va O'zbekistonning ushbu tizimdagi o'rni umumlashtirilgan.

1-jadval.

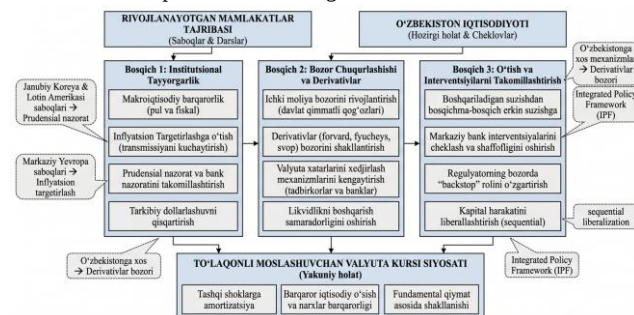
Rivojlanayotgan mamlakatlarda valyuta rejimini liberallashtirish tajribasi va O'zbekiston ko'rsatkichlari qiyosiy tahlili¹

Mamlakatlarning guruhlar	Liberallashtirish modeli va o'tish usuli	Zaxiralar yetarliligi (import oylari da)	Kredit va depozitlar dollarlar shuvi (%)	Valyuta derivativlari bozori holati	Asosiy dars va xulosa
Lotin Amerikasi (Meksika, Chili)	Qat'iy kursdan to'satdan erkin suzishga o'tish (inqiroz bosimi ostida)	3,5 – 5,0	O'rtacha-yuqori (35–50%)	Dastlab sust, inqirozdan so'ng jadal rivojlangan	Valyuta nomutano sibli bank inqiroziga olib kelgan
Sharqiy Osiyo (Koreya, Tailand)	Boshqariladigan fiksatsiyadan suzuvchi kursga (kapital erkinlashuvi fonida)	4,0 – 6,0	Yuqori tashqi qarz dollarlar huvi	Ichki bozor sayoz, xalqaro bozorlariga tayangan	Qisqa muddatli tashqi qarzlar nazorati yetishmagan
Sharqiy Yevropa (Polsha, Chexiya)	Bosqichma-bosqich valyuta yo'lagidan inflyatsion targetirlashga	5,0 – 7,5	Past-o'rtacha (15–25%)	Yuqori rivojlangan va likvidli	Tartibli ketma-ketlik muvaffaqiyat garovi bo'lgan
O'zbekiston Respublikasi	Ko'p kurslilikni bekor qilish, boshqariladigan suzish va targetirlash	10,0 dan yuqori	O'rtacha-yuqori (40–45%)	Boshlang'ich shakllanish bosqichida	Yuqori zaxiralar mavjud, biroq xedjirlash bozori cheklangan

Jadval ma'lumotlari qiyosiy tahlili shuni ko'rsatadiki, O'zbekiston xalqaro zaxiralarning yetarliligi bo'yicha yuqori himoyalangan darajasiga ega bo'lsa-da, moliya sektorining institutsional yetukligi va bozor mexanizmlarining rivojlanganligi bo'yicha Markaziy va Sharqiy Yevropa davlatlaridan sezilarli darajada orqada qolmoqda. Ayniqsa, bank tizimidagi kreditlar va depozitlarning tarkibiy dollarlashuv darajasi hamda muddatli valyuta instrumentlari bozorining hajmi bo'yicha O'zbekiston ko'proq Osiyo inqiroziga ega bo'lgan Janubiy-Sharqiy Osiyo davlatlari holatiga yaqin turadi. Ichki derivativlar bozorining sustligi tijorat banklari va xususiy tadbirkorlarga kurs tebranishlaridan himoyalash imkonini bermaydi, bu esa o'z navbatida regulyatorni valyuta kursining fursatida iste'mol narxlariga o'tish effektining yuqoriligidir. Ekonometrik hisob-kitoblar shuni ko'rsatadiki, milliy iqtisodiyotda import xomashyosi, oziq-ovqat va texnologiyalarga bog'liqlik darajasi yuqori bo'lganligi sababli, milliy valyuta kursining qadrsizlanishi qisqa fursatda iste'mol narxlarini indeksining tezlashishiga olib keladi. Bu esa Markaziy bankni klassik «suzishdan qo'rqish» holatiga solib qo'yimoqda: regulyator bir tomondan inflyatsion targetirlash doirasida foiz stavkasi kanalining ustuvorligini ta'minlashi kerak bo'lsa, ikkinchi tomondan kursning erkinlashuvi keltirib chiqaradigan inflyatsion shoklarni jilovlash uchun valyuta bozoriga intervensiya qilishga majbur bo'lmoqda.

O'zbekiston sharoitida to'laonli moslashuvchan kurs siyosatiga o'tishni sekinlashtirayotgan yana bir muhim fundamental omil — bu valyuta kursining ichki iste'mol narxlariga o'tish effektining yuqoriligidir. Ekonometrik hisob-kitoblar shuni ko'rsatadiki, milliy iqtisodiyotda import xomashyosi, oziq-ovqat va texnologiyalarga bog'liqlik darajasi yuqori bo'lganligi sababli, milliy valyuta kursining qadrsizlanishi qisqa fursatda iste'mol narxlarini indeksining tezlashishiga olib keladi. Bu esa Markaziy bankni klassik «suzishdan qo'rqish» holatiga solib qo'yimoqda: regulyator bir tomondan inflyatsion targetirlash doirasida foiz stavkasi kanalining ustuvorligini ta'minlashi kerak bo'lsa, ikkinchi tomondan kursning erkinlashuvi keltirib chiqaradigan inflyatsion shoklarni jilovlash uchun valyuta bozoriga intervensiya qilishga majbur bo'lmoqda.

Rivojlanayotgan davlatlar saboqlaridan kelib chiqib, O'zbekistonda oraliq boshqariladigan kursdan to'laonli bozorga asoslangan moslashuvchan kurs siyosatiga tizimli va xavfsiz o'tish mexanizmini shakllantirish talab etiladi. Mazkur strategik yo'nalish regulyatorning aralashuvini bosqichma-bosqich kamaytirish, xedjirlash infratuzilmasini yaratish va makroiqtisodiy siyosat muvofiqligini ta'minlashga qaratilgan yaxlit tizim sifatida loyihalashtirildi. Quyida ushbu o'tish arxitekturasini ifodalovchi konseptual model keltirilgan.

1-rasm. Rivojlanayotgan mamlakatlar tajribasi asosida O'zbekistonda moslashuvchan valyuta kursi siyosatiga bosqichma-bosqich o'tishning institutsional arxitekturasini va mexanizmlari²

Keltirilgan konseptual model mazmunidan ko'rinib turibdiki, moslashuvchan valyuta kursiga o'tish shunchaki valyuta birjasidagi savdolarini erkinlashtirish bilan cheklanmaydi, balki to'rtta asosiy blokning o'zaro muvofiqlashuvini talab qiladi. Birinchi galda, makroprudensial siyosat vositalari orqali bank tizimidagi xorijiy valyutada olingan qarzlar va kreditlar bo'yicha talablar kuchaytirilib, balanslardagi ochiq valyuta pozitsiyalari qat'iy nazoratga olinishi lozim. Shu bilan parallel ravishda, davlatning ichki g'aznachilik majburiyatlari bo'yicha ishonchli daromadlilik egri chizig'ini shakllantirish orqali moliya bozorining pul va foiz kanallari mustahkamlanishi zarur bo'ladi.

Shu bilan birga, modelda ko'zda tutilgan ikkinchi muhim mexanizm — bu Markaziy bankning valyuta bozoridagi rolining o'zgarishidir. O'zbekiston amaliyotida regulyator bosqichma-bosqich ichki bozordagi asosiy narx belgilovchi mavqeyidan chiqib, faqatgina fundamental asosga ega bo'lmagan spekulativ hujumlar yoki qisqa muddatli haddan tashqari volatillik holatlaridagina aralashuvchi ikkilamchi kafolatlovchiga aylanishi zarur. Buning uchun ichki bozorda yirik xususiy korxonalar, eksportyorlar va tijorat banklari o'rtasida to'g'ridan-to'g'ri banklararo valyuta savdolari aylanmasini rag'batlantirish, valyuta forvardlari va svop bitimlarining standartlashtirilgan mexanizmlarini ishga tushirish talab qilinadi.

Xulosa qilib aytganda, xalqaro tajriba saboqlari O'zbekiston uchun valyuta rejimini liberallashtirishning yakuniy bosqichi — erkin suzuvchi kursga o'tish shoshilinch ma'muriy qarorlar bilan emas, balki chuqur tarkibiy islohotlar bilan qurollantirish kerakligini yaqqol ko'rsatadi. Iqtisodiyotda davlat ulushini qisqartirish, tashqi savdoda xomashyo bo'lmagan eksport diversifikatsiyasini ta'minlash, dedollarlashuv siyosatini qat'iy davom ettirish hamda foiz stavkasining inflyatsiyani jilovlashdagi kuchi oshirilgandagina milliy valyuta kursi erkin suzish rejimiga to'liq tayyor bo'ladi. Mazkur shartlar bajarilgan taqdirda, moslashuvchan kurs tashqi moliyaviy beqarorlik sharoitida O'zbekiston iqtisodiyotining raqobatbardoshligini saqlovchi va makroiqtisodiy barqarorlikni kafolatlovchi eng ishonchli mexanizmga aylanadi.

Xulosa va takliflar (Выводы и предложения/Conclusion).

Rivojlanayotgan va o'tish iqtisodiyoti mamlakatlarida valyuta kursini liberallashtirish hamda moslashuvchan kurs shakllanishiga o'tish jarayonlarining qiyosiy tahlili shuni ko'rsatadiki, erkin suzuvchi kurs tashqi savdo va moliyaviy shoklarni tabiiy yutuvchi eng samarali makroiqtisodiy mexanizm hisoblanadi. Biroq Lotin Amerikasi va Janubiy-Sharqiy Osiyo davlatlarining inqirozli tajribasi islohotlar ketma-ketligi (sequencing) buzilganda, ichki moliya bozori chuqurlashmasdan va bank nazorati kuchaytirilmasdan amalga oshirilgan shoshilinch liberallashtirish chuqur tizimli inqirozlar va kapitalning nazoratsiz chiqib

¹ Muallif ishlanmasi² Muallif ishlanmasi

ketishiga sabab bo'lishini isbotladi. Aksincha, Markaziy va Sharqiy Yevropa davlatlarining oraliq rejimlardan bosqichma-bosqich chiqish hamda parallel ravishda inflyatsion targetirlash va derivativlar bozorini rivojlantirish modeli xavfsiz va barqaror o'tish garovi ekanligini namoyon etdi.

O'zbekiston amaliyoti tadqiq etilganda, 2017-yilda ko'p kurslilik tizimining bekor qilinishi va erkin konvertatsiyaning joriy etilishi bozor iqtisodiyoti poydevorini yaratgan fundamental qadam bo'lganligi e'tirof etiladi. Shunday bo'lsa-da, o'tgan davr mobaynida shakllangan valyuta siyosati to'liq moslashuvchan rejimga emas, balki «boshqariladigan suzish» mexanizmiga tayangan holda qolmoqda. Bunga milliy iqtisodiyotdagi tarkibiy omillar — Markaziy bankning monetar oltin xaridi oqibatida bozorda asosiy sotuvchi mavqaida qolayotganligi, kredit va depozitlar portfelining yuqori darajada dollarlashganligi, valyuta kursining ichki iste'mol narxlariga o'tish effektining sezilarliligi hamda valyuta xatarlarini sug'urtalovchi muddatli moliyaviy instrumentlar (xedirolash) bozorining sust rivojlanganligi bevosita sabab bo'lmoqda. Mazkur omillar regulyatori «suzishdan qo'rqish» holatida ushlab turib, valyuta kursining erkin shakllanishiga to'sqinlik qilmoqda.

Xalqaro liberallashtirish saboqlari va olingan ilmiy tahlillar asosida O'zbekistonda inflyatsion targetirlash doirasida to'laonli moslashuvchan valyuta kursi siyosatiga bosqichma-bosqich o'tish bo'yicha quyidagi ustuvor amaliy takliflar ilgari suriladi:

Avvalo, Markaziy bankning valyuta bozoridagi bevosita ishtirokini optimallashtirish va aralashuvlarni diskretion shakldan Xalqaro Valyuta Jamg'armasining Integratsiyalashgan siyosat doirasiga (*Integrated Policy Framework*) mos keluvchi, aniq mezonlarga tayangan qoidalar asosida (*rule-based*) amalga oshirish zarur. Valyuta savdolarida «bozor neytralligi» tamoyiliga qat'iy rioya qilgan holda, regulyatorning vazifasini ichki bozorda kurs darajasini shakllantiruvchi asosiy subyektdan faqat fundamental omillarga asoslanmagan kutilmagan

tebranishlar va spekulativ bosimlar yuzaga kelganda likvidlik yetkazib beruvchi ikkilamchi kafolatlovchi (*backstop*) maqomiga bosqichma-bosqich o'tkazish lozim.

Ikkinchidan, xo'jalik yurituvchi subyektlar va tijorat banklarining valyuta kursining tebranishlariga nisbatan sezgirligini pasaytirish maqsadida ichki derivativlar — muddatli valyuta instrumentlari (*forward*, *fyuchers* va *svop*) bozorini jadal shakllantirish talab etiladi. Buning uchun birja va banklararo platformalarda standartlashtirilgan xedirolash shartnomalari savdosini yo'lga qo'yish, derivativlar operatsiyalarini buxgalteriya hisobida aks ettirish va soliqla tortish mexanizmlarini soddalashtirish maqsadga muvofiqdir. Xususiyl sektorga o'z valyuta risklarini mustaqil boshqarish imkoniyatining yaratilishi Markaziy bankning kurs barqarorligini ta'minlashdagi ma'muriy yukini sezilarli darajada yengillashtiradi.

Uchinchidan, moliyaviy tizimda tarkibiy dedollarlashuv siyosatini izchil davom ettirish va makroprudensial nazorat vositalarini kuchaytirish tavsiya etiladi. Xorijiy valyutada olingan qarzlilar va ajratilgan kreditlar bo'yicha differensial zaxira hamda kapital yetarililigi talablarini yanada oshirish orqali bank tizimi balanslaridagi valyuta nomutanosibliklarini minimallashtirish darkor. Shu bilan parallel ravishda, davlat qimmatli qog'ozlari bozorining likvidligini oshirish orqali ishonchli milliy daromadlilik egri chizig'ini shakllantirish, bu orqali pul-kredit siyosati transmissiya mexanizmining foiz kanalini kuchaytirish zarur.

Ushbu institutsional mexanizmlarning kompleks amalga oshirilishi O'zbekiston iqtisodiyotining tashqi moliyaviy beqarorliklarga nisbatan himoyalanganligini oshiradi, Markaziy bankning asosiy e'tiborini narxlar barqarorligini ta'minlashga to'liq qaratishiga imkon beradi hamda fundamental bozor kuchlari ta'sirida harakatlanuvchi optimal moslashuvchan valyuta kursi rejimini to'liq ro'yobga chiqarishga xizmat qiladi.

Foydalanilgan adabiyotlar (Литературы/ References):

- Adrian, T., Erceg, C., Lindé, J., Zabricky, P., & Zhou, J. (2021). A quantitative model for the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper, WP/21/61, 1–68.
- Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of floating. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 379–408.
- Campa, J. M., & Goldberg, L. S. (2005). Exchange rate pass-through into import prices. *Review of Economics and Statistics*, 87(4), 679–690.
- Devereux, M. B., & Engel, C. (2003). Monetary policy in the open economy with expenditure switching and sticky prices. *Review of Economic Studies*, 70(4), 765–783.
- Edwards, S. (1984). The order of liberalization of the external sector in developing countries. *Essays in International Finance*, Princeton University, No. 156, 1–32.
- Evans, M. D., & Lyons, R. K. (2002). Order flow and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*, 110(1), 170–180.
- Fischer, S. (2001). Exchange rate regimes: Is the bipolar view correct? *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 3–24.
- Fleming, J. M. (1962). Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. *IMF Staff Papers*, 9(3), 369–380.
- Frankel, J. A. (1999). No single currency regime is right for all countries or at all times. *Essays in International Finance*, Princeton University, No. 215, 1–44.
- Gopinath, G., Boz, E., Casas, C., Díez, F. J., Gourinchas, P. O., & Plagborg-Møller, M. (2020). Dominant currency paradigm. *American Economic Review*, 110(3), 677–719.
- Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (1999). The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems. *American Economic Review*, 89(3), 473–500.
- Krugman, P. (1979). A model of balance-of-payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, 11(3), 311–325.
- McKinnon, R. I. (1993). *The order of economic liberalization: Financial control in the transition to a market economy*. Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- Mundell, R. A. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29(4), 475–485.
- Orlowski, L. T. (2005). Monetary policy regimes and exchange rate strategies in Central Europe. *Economic Systems*, 29(4), 403–427.
- O'zbekiston Respublikasi Prezidentining Farmoni. (2017). Valyuta siyosatini liberallashtirish bo'yicha birinchi navbatdagi chora-tadbirlar to'g'risida. PF-5177-son, 02.09.2017.
- O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki. (2024). Pul-kredit siyosatining 2025-yil va 2026–2027-yillar davriga mo'ljallangan asosiy yo'nalishlari konseptual loyihasi. Toshkent: O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki, 1–85.
- Vohidov, Sh., & Berdiqulov, Z. (2023). O'zbekistonda valyuta kursining inflyatsiyaga o'tish effekti va moslashuvchan kurs siyosatining makroiqtisodiy ta'siri. *Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar*, 11(5), 56–69.
- Xoliqov, U., & Abdullayev, M. (2024). O'zbekistonda valyuta risklarini xedirolash mexanizmlarini rivojlantirish va derivativlar bozorini shakllantirish yo'nalishlari. *Moliya va bank ishi*, 4(2), 24–35.