



ВАЛЮТА КУРСИ ВА ИНФЛЯЦИЯ ДАРАЖАЛАРИНИНГ ПРОГНОЗ СЦЕНАРИЙЛАРИ

Норбаева Мухлиса Акрам қизи

Ўзбекистон Республикаси Банк-молия академияси

ORCID: 00099525002256X3

Аннотация. Ушбу илмий мақолада мамлакатимизда валюта курсига таъсир этувчи омиллар таҳлил қилинган. Шунингдек, Ўзбекистон мисолида миллий валюта курси тебранишининг ҳамда ички иқтисодиётда инфляция даражасининг 2026 йилга қадар прогноз сценарийлари амалга оширилди. Валюта сиёсатини либераллаштиришдан кейинги даврдан, яъни 2017 йил октябр ойидан кейинги давр статистикалари асосида прогноз қилинди.

Калит сўзлар: валюта сиёсати, муддатли валюта операциялари, валюта бозори, биржадан ташқари валюта операциялари, валюта курси.

ПРОГНОЗНЫЕ СЦЕНАРИИ ВАЛЮТНОГО КУРСА И УРОВНЯ ИНФЛЯЦИИ

Норбаева Мухлиса Акрам кизи

Академия банковского дела и финансов Республики Узбекистан

Аннотация. В данной научной статье анализируются факторы, влияющие на валютный курс в нашей стране. Также в случае с Узбекистаном реализованы прогнозные сценарии колебаний курса национальной валюты и уровня инфляции в отечественной экономике до 2026 года. Его прогноз был сделан на основе статистики периода после либерализации валютной политики, то есть после октября 2017 года.

Ключевые слова: валютная политика, форвардные валютные операции, валютный рынок, внебиржевые валютные операции, валютный курс.

FORECASTING EXCHANGE RATE AND INFLATION VOLATILITY

Norbayeva Muxlisa Akram qizi

Banking and Finance Academy of the Republic of Uzbekistan

Annotation. This scientific article analyzes the factors affecting the exchange rate in our country. Also, in the case of Uzbekistan, the forecast scenarios of fluctuations in the national currency exchange rate and the level of inflation in the domestic economy until 2026 were implemented. It was forecast based on the statistics of the period after the liberalization of the foreign exchange policy, that is, after October 2017.

Key words: foreign exchange policy, foreign exchange market, over-the-counter currency operations, exchange rate.

Кириш.

Бугунги кунда халқаро иқтисодий ва геосиёсий алоқаларнинг кескин ўзгаришларга ва турли зиддиятларга дучор бўлиши ривожланган ва ривожланаётган давлатларда валюта сиёсатлари ҳамда тижорат банкларининг валюта операцияларидан кўриладиган рискларга, провардида иқтисодий ўсишга катта таъсир кўрсатмоқда. Натижада ривожланаётган давлатларда валюта курсларининг кескин тебранишига, савдо балансининг ёмонлашишига, ички валюта бозорида валюта инструментларининг ўзгаришига, ҳамда тижорат банкларининг валюта операцияларига кескин таъсир кўрсатмоқда. Тараққий этган давлатларда тижорат банклари валюта рискларидан химояланиш йўлида валюта бозорларида муддатли валюта битимлари ҳажми йилдан йилга ошиб бормоқда. Хусусан, 2022 йилда халқаро валюта бозорларида валюта инструментларининг ҳажми 7,51 трлн. АҚШ долларидан ҳам ошди. Шунингдек, валюта инструментларидан аутрайд форфорд битимлари ҳажми 1,16 трлн. АҚШ доллари, хорижий валюталарда своп операциялари ҳажми 3,81 трлн. АҚШ долларидан ҳам ошганлигини кўришимиз мумкин.

Ривожланаётган давлатларда ташқи савдо айланмасининг ошиб бораётганлиги, хорижий инвестициялар келишининг ортаётганлиги, ички иқтисодиётининг жаҳон иқтисодиётига тобора интеграллаётганлиги, ҳамда иқтисодиётларда долларлашув даражасининг кескин ошиб бораётлиги ички иқтисодиётларнинг халқаро валюта бозорларидаги тебранишларга таъсирчанлигини оширмоқда. Аммо ривожланаётган давлатларда валюта сиёсатининг етарлича ривожланмаганлиги ва бу айниқса ривожланаётган давлатларда миллий валюталарнинг девальвацияга учраётганлигини кўришимиз мумкин. Хусусан, ривожланаётган давлатларда миллий валюталарнинг барқарор чет эл валюталарга нисбатан қардсизланишида, савдо баланси ёмонлашиши ва валюта бозорининг ва валюта инструментларининг ривожланмаганлигида ҳамда халқаро молия-иқтисодий вазиятларнинг ички иқтисодиётдаги салбий тебранишларнинг олдини олиш учун молия бозори етарлича кучли эмас.

Мамлакатимизда узоқ муддатли иқтисодий ўсишга эришиш, аҳолининг турмуш фаровонлигини ва миллий ишлаб чиқаришнинг самарадорлигини доимий ошириб бориш, хорижий инвестицияларини кенг жалб қилиш учун қулай вазиятларни яратиш, валюта курси ўзгаришининг экспорт салоҳиятига таъсирини ошириш, ҳамда халқаро ички валюта бозорида валюта инструментларини жорий этиш каби долзарб муаммоларни муваффақиятли ҳал қилиш ҳам валюта сиёсатини самарали олиб боришга боғлиқдир. Амалиётдан маълумки, валюта сиёсатининг иқтисодий ўсишга таъсирини ошириш биринчи навбатда валюта биржаси ва биржадан ташқари валюта бозорларининг барқарорлигини таъминлаш билан боғлиқдир. Валюта бозорини такомиллаштириш орқали мамлакатимизнинг инвестицион салоҳиятини яхшилашга, тижорат банкларида валюта операциялар самарадорлигини оширишга, ҳамда провардида банк-молия тизимининг ривожланишига олиб келади.

Адабиётлар шарҳи.

Avdjiev va бошқалар (2019) АҚШ валюта курси ўзгаришидаги рискларни таҳлил қилган ҳолда, валюта курсининг ўзгариши иқтисодий фаолиятга фақат стандарт савдо канали орқали эмас, балки валюта курсининг ўзгаришининг қарз олувчилар балансига таъсири ва кредиторларнинг таваккалчилик қобилиятига таъсири орқали ишлайдиган молиявий канал орқали ҳам таъсир қилади деган фикрга келишган. Улар АҚШ долларининг кучи, трансчегаравий банк оқимлари ва реал инвестициялар ўртасидаги "учбурчак" муносабатни ўрганишган. Улар иккита эмпирик таҳлилларни ўтказишган, яъни макро (мамлакат даражасида) ва микро (фирма даражасида) тадқиқот олиб боришган. АҚШ доллари қадрининг ошиши трансчегаравий банк капитали оқимларининг пасайиши ва ривожланаётган бозор иқтисодиётига реал

инвестицияларнинг камайиши билан боғлиқлигини аниқлаган. Уларнинг таҳлил натижаларига кўра, АҚШ доллари қадрининг ошиши ривожланаётган давлатларга стандарт савдо канали орқали уларнинг реал макроиқтисодий кўрсаткичларига таъсир қилади.

Albagli va бошқалар (2019) АҚШ монетар сиёсатидаги ўзгаришларнинг халқаро облигациялар бозорларига таъсирини таҳлил қилишган. Улар панел регрессия усулидан фойдаланган ҳолда, Очiq бозор кўмитаси қарорларига кўра қисқа муддали давлат қимматли қоғозлари фоизининг ўзгариши натижасида АҚШ монетар сиёсатидаги шокларнинг халқаро облигациялар бозорига таъсирини моделлаштирган. Ушбу боғлиқликни ўзгариш орқали улар учта асосий натижаларни олишган. Биринчидан, глобал молиявий инқироздан кейин АҚШ монетар сиёсатининг узоқ муддатли давлат облигациялари даромадларга таъсири сезиларли даражада ошган. Иккинчидан, монетар сиёсатдаги шокларнинг давлат облигациялар даромадлигига таъсири 2008 йилдаги иқтисодий инқирозга нисбатан таққослагандан ҳам пандемияда натижасида янада катта бўлган. Учинчидан, монетар сиёсатдаги шокларнинг давлат облигациялар даромадлигига таъсири турли каналлар орқали ўтказилган.

Хусусан, ривожланаётган давлатларда, асосий канал сифатида рискларнинг нейтрал ставкалари (келажакдаги монетар сиёсат фоиз ставкаларининг прогнози) орқали бўлса, ривожланаётган давлатларда бозорларда муддатли премия бўйича тарқалган. Илмий тадқиқотларида АҚШ монетар сиёсатидаги ўзгаришларнинг ривожланаётган давлатлар монетар сиёсатига таъсири ҳам таҳлил қилишган. Хусусан, АҚШ монетар сиёсатидаги ўзгаришлар натижасида ривожланаётган давлатларда монетар қисқариш сиёсатини юритишга мажбур ёки миллий валюталарининг АҚШ долларига нисбатан қадрсизланишига рози бўлиши керак. Ривожланган давлатларда монетар сиёсатдаги шокларга қарши қисман риск нейтрал ставкалари билан ва қисман валюта интервенциялари орқали эркин сузувчи режимларга мос равишда мослашади. Ривожланаётган мамлакатлар валюта курсларининг жавобини юмшатадиган, аммо капитал оқимларини ва уларнинг муддатли премиядаги ҳаракатлар орқали облигациялар рентабеллигига таъсирини кучайтирадиган катта миқдорда валюта интервенциясини ўтказишга мажбур бўладилар. Уларнинг эришган натижаларига кўра, катта миқдорда валюта интервенциясининг узоқ муддатли давлат облигациялар даромадлигига эндоген таъсирини ҳисоблаганда стандарт харажат-фойда таҳлилинини ҳам инобатга олиш лозим (Albagli, & other, 2019).

Kalemlı-Özcan (2019) томонидан АҚШ монетар сиёсати билан халқаро облигациялар бозоридаги рисклар ўртасидаги ўзаро боғлиқликни тадқиқот қилган. Унинг фикрича, ривожланаётган бозорларда ривожланган мамлакатларга қараганда кўпроқ тарқалиш таъсирига эга. АҚШнинг пул-кредит сиёсати глобал инвесторларнинг рискларни идрок этишига таъсири орқали бошқа мамлакатлардаги ички кредит харажатларига ҳам таъсир қилади. Яъни, ривожланаётган давлатларда капиталнинг келиши ва чиқиб кетиши бундай рискларни идрок этишдаги тебранишларга жуда сезгир ва маҳаллий кредит бозоридаги фоизларга бевосита таъсир кўрсатади. Ривожланаётган давлатларда ушбу таъсирни юмшатишда ички пул-кредит сиёсати самарасиздир, чунки монетар сиёсат асосий ставкаларининг қисқа муддатли бозор фоиз ставкаларига ўтиши номукамалдир. Пул бозоридаги қисқа муддатли фоиз ставкалар билан пул-кредит сиёсати ставкалари ўртасидаги бу узилиш рискни идрок этишдаги ўзгаришлар билан изоҳланади. Тадқиқот натижалари хулосаларига кўра, ривожланаётган давлатларда валюта курсининг ўзгарувчанлигини юмшатишга қаратилган пул-кредит сиёсати ҳаракатлари самарасиз бўлиши мумкин.

Жумаева (2023) томонидан мамлакат тўлов баланси ва унинг таркибий тузилиши, тўлов балансини тартибга солиш усуллари, мамлакат тўлов балансини Марказий банкнинг валюта сиёсати орқали тартибга солишни такомиллаштириш бўйича илмий

тадқиқотлар олиб борган. Илмий тадқиқотлари натижасига кўра, охириги йилларда савдо балансининг дефицити натижасида Ўзбекистон миллий валюта курсига босимни юмшатиш мақсадида Марказий банк томонидан валюта интервенциясини олиб бориши лозим. Шунингдек, Ўзбекистоннинг асосий ташқи савдо ҳамкорлари миллий валюталари тебранишини доим кузатиб бориш ва уларнинг валюталарига нисбатан миллий валютамиз реал алмашув курсининг ошиб кетишининг олдини олиш орқали миллий товар ва хизматларнинг ташқи бозорлардаги рақобатбардошлигини таъминлаш зарур деган фикрга келган.

Ибодуллаева (2022) тижорат банкларининг валюта операцияларини ривожлантириш йўлларига бағишланган илмий иш олиб борган бўлиб, бунда тижорат банкларининг очиқ валюта позициялари ҳажмини қисқартиришда форвард ва своп операциялари ҳажмини спот операциялари ҳажмидан кам бўлмаган даражада ошириш мақсадга мувофиқлиги кетирилган. шунингдек, илмий ишларида банкларнинг форвард валюта операцияларидан оладиган даромадлари миқдорини ошириш мақсадида миллий валютанинг хорижий валюталарга нисбатан устама билан котировка қилиш таклиф қилган.

Тадқиқот методологияси.

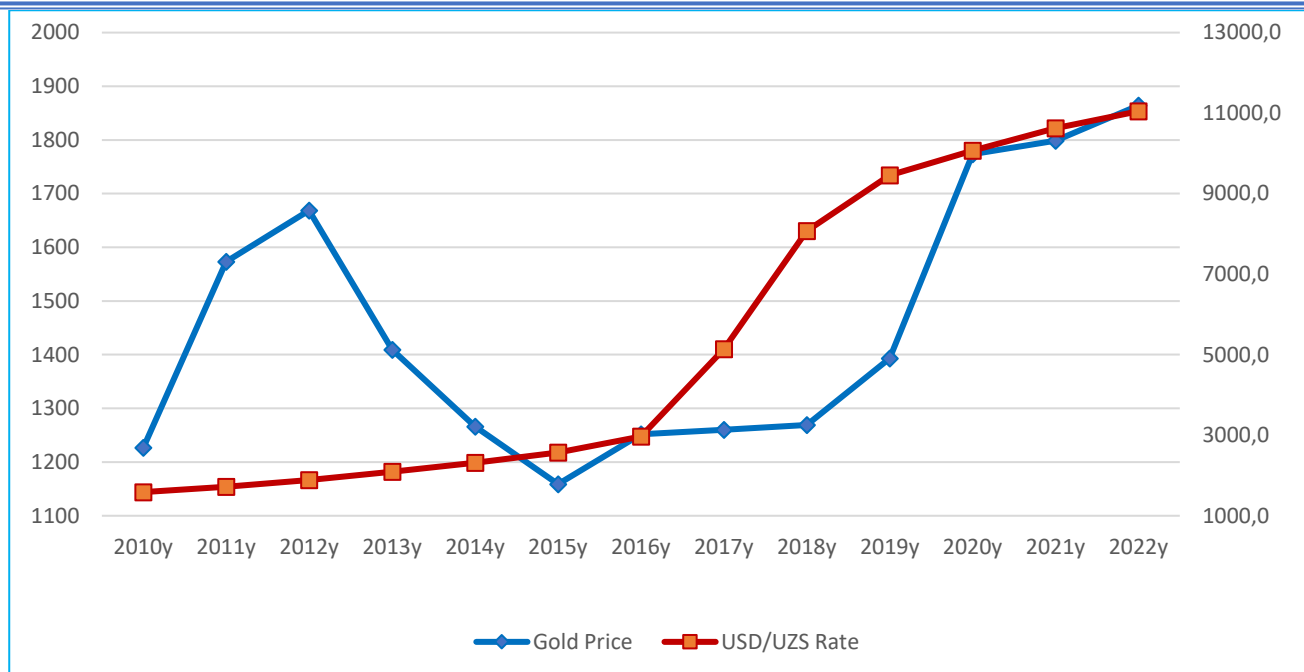
Илмий тадқиқотни амалга оширишда индукция, дедукция, синтез каби усуллардан фойдаланилган. Шунингдек, валюта сиёсатининг давлатлар ташқи савдоларига таъсирини таҳлил қилишда Жаҳон банки, Халқаро валюта фонди ҳамда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ва Статистика қўмитасининг расмий статистик маълумотларидан фойдаланилди.

Таҳлил ва натижалар муҳокамаси.

Валюта курси барқарорлигини таъминлаш кўп давлатларда асосий экспорт товарлар нархларига корреляциясига боғлиқдир. Хусусан, нефт экспортёр давлатларда валюта курслари ўзгариши жаҳон бозорида нефт нархининг ўзгаришига таъсирча бўлади. Ўзбекистон мисолида оладиган бўлсак, мамлакатимиз олтин экспорт қилувчи катта ўнта давлатлар қаторига киради. Шундай экан жаҳон бозорида олтин нархининг ўзгариши миллий валюта курси ўзгаришига таъсир кўрсатади. Шу билан бирга Марказий банк валюта курсини тартибга солиш, унинг катта миқдорда девальвация бўлишининг олдини олишда олтин экспортдан фойдаланади. Жумладан, Марказий банк валюта биржасида чет эл валютасига бўлган ортиқча талабни жаҳон бозорида сотган олтиндан келган чет эл валютасини ички валюта биржасида сотиш орқали қоплайди. Шундай экан жаҳон бозоридаги олтин нархи ўзгариши билан ички бозорда валюта курси ўртасида мантиқан боғлиқлик бўлиши лозим.

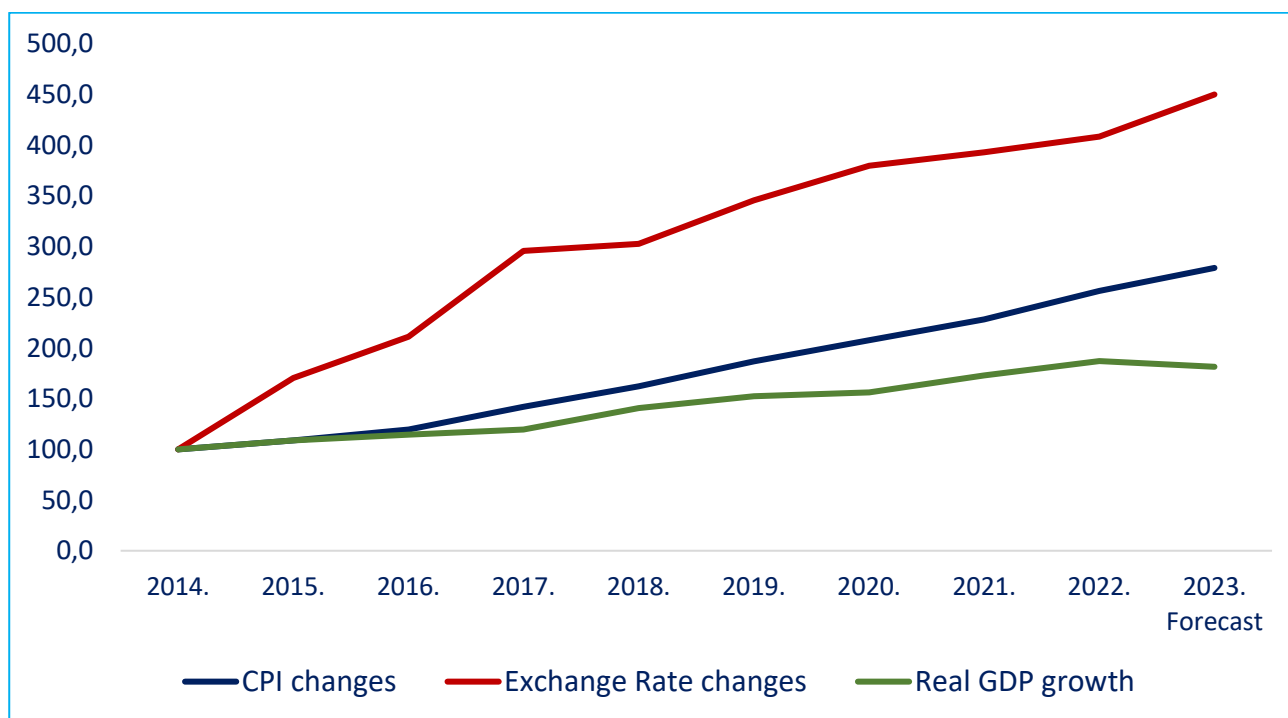
Таҳлил натижаларидан кўришимиз мумкинки, 2010-2018 йилларда жаҳон бозоридаги олтин нархи билан миллий валюта курси ўртасида корреляция мавжуд бўлмаган. Аммо 2019 йилдан миллий валютамиз билан олтин нархи ўртасида сезиларли корреляция пайдо бўлган. Хусусан, 2019 йилдан олтин нархининг ошиши билан миллий валюта курсининг ошиши ҳам кузатилган. Таҳлил қилинган даврда ушбу икки кўрсаткич ўртасидаги корреляция 0,58 га тенг бўлмоқда.

Ривожланаётган давлатларда АҚШ долларининг иқтисодий барқарорлигига таъсири юқори бўлади, ва буни Ўзбекистон мисолида ҳам кўришимиз мумкин. Олдинги илмий ишларимизда мамлакатимизда норасмий долларлашув даражасининг юқори эканлиги ва унинг иқтисодий барқарорликка таъсирини борасида фикр юритган эдик. Хўш, миллий валюта курси ўзгаришининг иқтисодий барқарорликка таъсирини кўйидаги расм маълумотларидан кўриб чиқамиз.



1-расм. Олтин нархи ва миллий валюта курси ўртасидаги боғлиқлик²¹⁴

Мамлакатимиздаги иқтисодий барқарорлигини охириги ўн йиллигини таҳлил қилганда уни икки даврга бўлиб ўрганиш мақсадга мувофиқдир. Биринчи босқич 2017 йилга қадар бўлган давр ва иккинчи босқич 2017 йилдан кейинги давр.



2-расм. Миллий валюта курси ўзгаришининг иқтисодий барқарорликка таъсири²¹⁵

Дастлабки даврда миллий валютанинг расмий алмашинув курси иқтисодиётдаги ҳақиқий курсни акс эттиришдан анча йироқ бўлган. Расмий курс билан параллел бозор

²¹⁴ Жаҳон банки ва Марказий банклар маълумотлари асосида муаллиф ишланмаси.

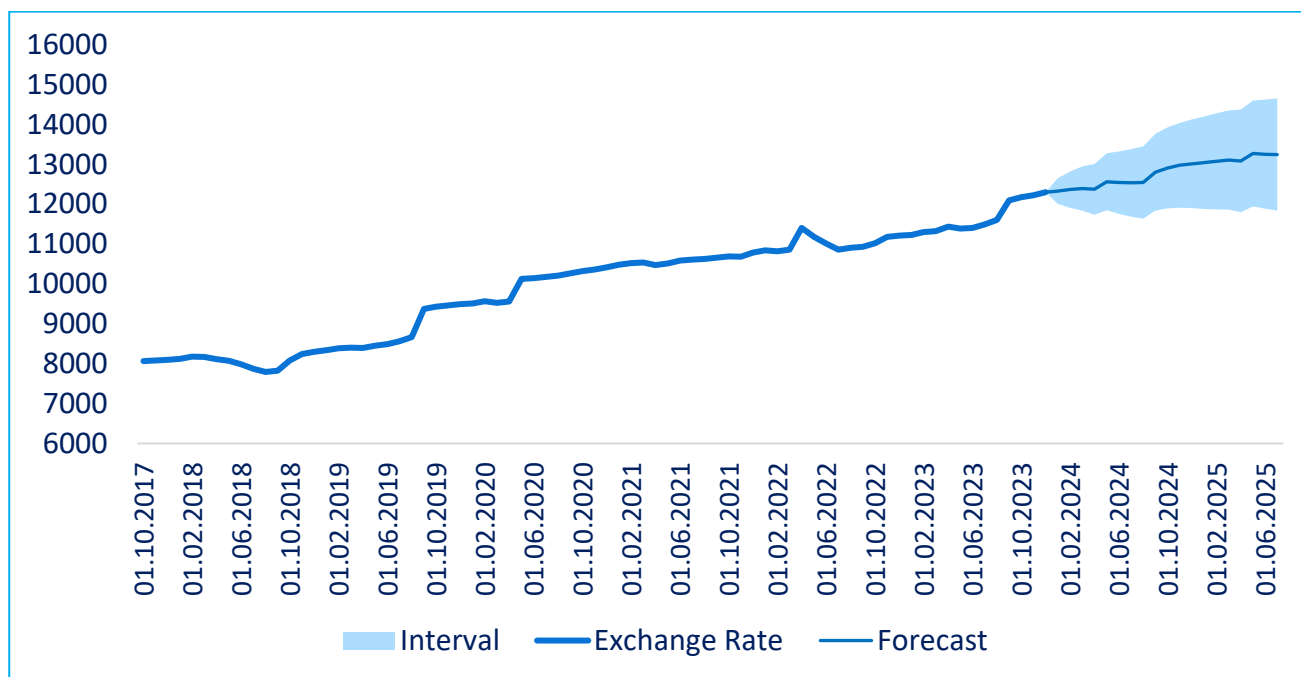
²¹⁵ Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси ва Марказий банк маълумотлари асосида муаллиф томонидан шакллантирилди.

курси ўртасидаги катта тавофут иқтисодий барқарорликка катта путур етказган. Аммо бу даврда ички иқтисодиётда инфляция даражаси нисбатан паст бўлган ва бу иқтисодий ўсишга олиб келувчи асосий сабаблардан бўлган. Шу билан бирга Марказий банк инфляция даражасини паст ушлашда асосан пул массасини қисқартиришдан фойдаланган. Бу эса монетизация даражасини пасайтириб юборишга, нақд пул ва нақдсиз пул ўртасида тавофут пайдо бўлишга, ва провардида юқоридаги имкониятларнинг йўққа чиқишига олиб келган. Таҳлилнинг сифатли ва аниқ чиқиши учун, биз таҳлилимизда 2017 йилга қадар даврда миллий валюта девальвациясини ҳисоблашда параллел бозор курсидан фойдаланганмиз.

Кейинги давр, яъни 2017 йилдан кейинги ҳолатни кўрадиган бўлсак, дастлаб валюта сиёсати эркинлаштирилди ва миллий валюта алмашинув курси валюта биржасида талаб ва таклифга қараб белгилана бошланди. Бу иқтисодиётда валюта курслари ўртасидаги фарқнинг бартараф этилишига олиб келинди. Шу билан бирга ички иқтисодиётда инфляцияни жиловлаб туришда Марказий банк пул массаси ўсишини камайтириш каби усулдан воз кечди. Натижада кейинги даврда инфляция нисбатан юқори бўлди.

Расм маълумотларидан кўришимиз мумкинки, миллий валюта девальвацияси иқтисодий ўсишдан кўра инфляциянинг кучайишига олиб келмоқда. Таҳлил даврида миллий валюта девальвацияси ўсиши кўпроқ инфляция даражасини ошириши ва ялпи ишлаб чиқариш ўсиши сезиларсиз таъсир қилишини кўрмоқдамиз.

Давлатларда валюта сиёсатининг иқтисодий барқарорлигига таъсирини оптималлаштириш учун валюта курси тебранишини прогноз қилиш ва мақсадли кўрсаткичлар билан прогноз кўрсаткичлар ўртасидаги фарқни йўқотиш учун керакли чора тадбирларни амалга ошириш мақсадга мувофиқдир. Шундан келиб чиққан ҳолда Ўзбекистон мисолида миллий валюта курси тебранишини қўйида прогноз қиламиз. Прогноз кўрсаткичлар валюта сиёсатини либераллаштиришдан кейинги даврдан, яъни 2017 йил октябр ойидан бошлаб прогноз қилишни маъқул кўрдик. Прогноз кўрсаткичлари 2025 йил июнь ойд бошига қадар амалга оширилган.



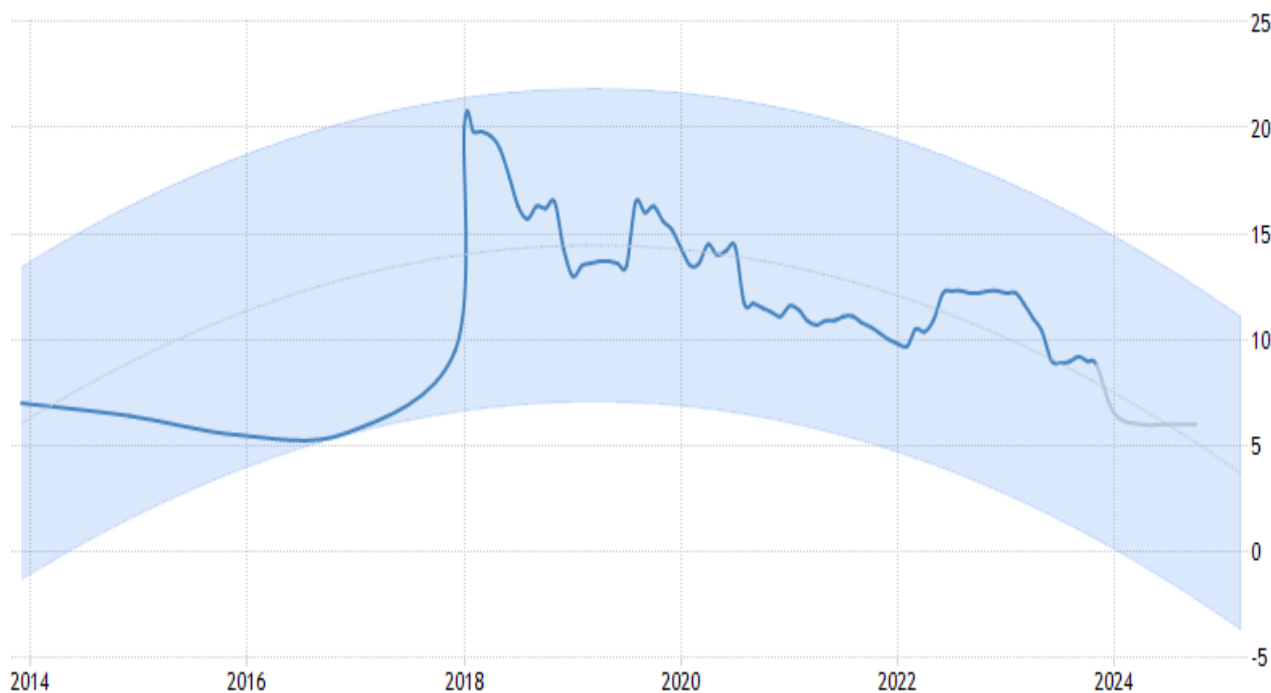
3-расм. Миллий валюта курсининг прогноз кўрсаткичи²¹⁶

²¹⁶ Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси ва Марказий банк маълумотлари асосида муаллиф томонидан шакллантирилди.

Таҳлил натижаларига кўра, миллий валютанинг АҚШ долларига нисбатан алмашинув курси 2017 йил октябрь ойи бошида 8066,96 сўм бўлган бўлса, 2023 йил декабрь ойи бошида 12297,88 сўмни ташкил қилган ва кўрилган даврда 52,4 фоизга девальвация бўлган. Оптимал прогноз натижаларига кўра, миллий валюта алмашинув курси 2025 йил июнь ойида 13242,47 сўм бўлиши мумкин. Яъни 2023 декабрь ойидан 2025 йил июнь ойига қадар миллий валюта алмашинув курси 7,9 фоизга девальвация бўлиши прогноз қилинди.

Шу билан бирга, 95 фоиз эҳтимолликда прогноз кўрсаткичлар миллий валютанинг АҚШ долларига нисбатан алмашинув курси 11900 сўмдан 14600 сўмгача тебраниши прогноз қилинди. Яъни миллий валютанинг АҚШ долларига нисбатан алмашинув курси пессимистик прогнозларга кўра 14652,21 сўмни ташкил қилиши ва оптимистик прогнозларга кўра 11965,38 сўмни ташкил қилиши мумкин.

Миллий валюта курси ўзгаришининг ички иқтисодиётга таъсири юқорилигини инобатга олиб, иқтисодий барқарорликни таъминлаш учун инфляция даражаси ўзгаришини ҳам прогноз қилиб бориш мақсадга мувофиқдир. Мамлакатимизда инфляция даражасини прогноз қилишда 2013-2023 йилларда ойлик инфляция даражалари олинган. Инфляция даражасининг прогнози 2025 йилга қадар амалга оширилган.



4-расм. Инфляция даражаси ўзгаришининг прогноз кўрсаткичи²¹⁷

Таҳлил натижаларидан кўришимиз мумкинки, ички иқтисодиётда инфляция даражасининг оптимал прогнози 2024 йилда 8,9 фоидан 2025 йил бошида 6 фоизгача пасайиши мумкин. Инфляция даражасини прогноз қилишда инфляцияон таргетлаш режимининг қўлланилиши ҳам инобатга олинган ва шунинг учун ҳам прогноз кўрсаткичлари паст бермоқда.

Шу билан бирга, 95 фоиз эҳтимолликда пессимистик прогноз кўрсаткичлар ҳам илмий ишимизда ишлаб чиқилган бўлиб, унга кўра мамлакатимизда инфляция даражаси 2025 йил бошида 10,8 фоизгача ошиши ҳам мумкин. Албатта бу ҳолат халқаро иқтисодий зиддиятларга боғлиқ ҳолда прогноз қилинмоқда.

²¹⁷ Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси ва Марказий банк маълумотлари асосида муаллиф томонидан шакллантирилди.

Хулоса ва таклифлар.

Мамлакатимизда валюта сиёсатини либераллаштирилиши, валюта курси ва инфляция даражаларининг прогноз кўрсаткичлари ўз навбатида молия бозорининг ривожланишига, жумладан молия бозорида хорижий валюталар билан операциялари турлари ва кўламини кенгайтиришга олиб келиши лозим. Молия бозорининг энг йирик иштирокчилари тижорат банклари ҳисобланар экан, банкларда муддатли валюта операцияларини ривожлантириш мақсадга мувофиқдир.

Давлатларда валюта сиёсатининг иқтисодий барқарорлигига таъсирини оптималлаштириш учун валюта курси тебранишини прогноз қилиш ва мақсадли кўрсаткичлар билан прогноз кўрсаткичлар ўртасидаги фарқни йўқотиш учун керакли чора тадбирларни амалга ошириш мақсадга мувофиқдир. Шундан келиб чиққан ҳолда Ўзбекистон мисолида миллий валюта курси тебранишини қилинди. Валюта сиёсатини либераллаштиришдан кейинги даврдан, яъни 2017 йил октябр ойидан кейинги давр статистик кўрсаткичлари асосида прогноз сценарийлари ишлаб чиқилди.

Адабиётлар / Литература / Reference:

Albagli, E., Ceballos, L., Claro, S., & Romero, D. (2019). Channels of US monetary policy spillovers to international bond markets. *Journal of Financial Economics*, 134(2), 447-473.

Avdjiev, S., Bruno, V., Koch, C., & Shin, H. S. (2019). The dollar exchange rate as a global risk factor: evidence from investment. *IMF Economic Review*, 67, 151-173.

Kalemli-Özcan, Ş. (2019). US monetary policy and international risk spillovers (No. w26297). *National Bureau of Economic Research*.

Жумаева, С.Х. (2023). Мамлакат тўлов балансини тартибга солишда марказий банк валюта сиёсатини такомиллаштириш йўналишлари. *SCHOLAR*, 1(15), 75-82.

Ибодуллаева М.Т. (2022). Тижорат банкларининг валюта операцияларини ривожлантириш йўллари. и.ф.ф.д. (PhD) илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати.-Тошкент.