XALQARO VALYUTA TIZIMI VA SIYOSATI.

Toshkent Davlat Iqtisodiyot Universiteti

To‘rtko‘l fakulteti o‘qituvchisi

Raxmatullaev Umarbek Ulug‘bekovich

Iqtisodiyot: tarmoqlar va sohalar yo‘nalishi

3-kurs bakalavriyat talabasi

Akramjonov Umidjon Axmadjon o‘g‘li

Annotatsiya: Ushbu maqola xalqaro valyuta tizimi va valyuta siyosatining zamonaviy transformatsiyasini, ularning makroiqtisodiy barqarorlik, tashqi muvozanat va moliyaviy xavfsizlikka ta’sir kanallarini tahlil qiladi. Tadqiqotning maqsadi global valyuta arxitekturasi evolyutsiyasi sharoitida valyuta kursi rejimlari, kapital harakatlari va zaxira aktivlari tuzilmasi o‘rtasidagi o‘zaro bog‘liqlikni konseptual asoslash hamda siyosat dizayni bo‘yicha amaliy xulosalar ishlab chiqishdan iborat. Metodologiya sifatida tarixiy-institutsional yondashuv, taqqoslama tahlil, ochiq iqtisodiyot makromodeli mantiqi va stilizatsiyalangan faktlar asosidagi analitik sintez qo‘llanildi. Ilmiy yangilik xalqaro valyuta tizimining ko‘p qutblilikka o‘tishi sharoitida “kurs-zaxira-likvidlik” uchligi bo‘yicha siyosiy kompromisslarni tizimlashtirish, shuningdek, valyuta siyosatini inflyatsion targetlash, prudensial cheklovlar va zaxira boshqaruvi bilan uyg‘unlashtiruvchi integratsiyalashgan konseptual ramkani taklif etishda namoyon bo‘ladi.

Аннотация: В статье анализируется современная трансформация международной валютной системы и валютной политики, а также каналы их воздействия на макроэкономическую стабильность, внешнее равновесие и финансовую безопасность. Цель исследования заключается в концептуальном обосновании взаимосвязи между режимами валютного курса, движением капитала и структурой резервных активов в условиях эволюции глобальной валютной архитектуры и в выработке прикладных выводов для дизайна политики.

Методология включает историко-институциональный подход, сравнительный анализ, логику макромоделей открытой экономики и аналитический синтез на основе стилизованных фактов. Научная новизна состоит в систематизации политических компромиссов по триаде «курс-резервы-ликвидность» в условиях перехода к многополярности международной валютной системы, а также в предложении интегрированной концептуальной рамки, согласующей валютную политику с инфляционным таргетированием, пруденциальными ограничениями и управлением резервами.

Abstract: This article examines the contemporary transformation of the international monetary system and exchange rate policy, focusing on their transmission channels to macroeconomic stability, external balance, and financial resilience. The study aims to conceptually clarify the interdependence between exchange rate regimes, capital mobility, and the composition of reserve assets amid ongoing changes in the global monetary architecture, and to derive policy-relevant implications. The methodology combines a historical-institutional perspective, comparative analysis, open-economy macroeconomic reasoning, and analytical synthesis based on stylized facts. The paper's novelty lies in systematizing policy trade-offs within the "rate–reserves–liquidity" triad under the shift toward a more multipolar monetary order, and in proposing an integrated framework that aligns exchange rate policy with inflation targeting, prudential regulation, and reserve management.

Kalit so‘zlar: xalqaro valyuta tizimi; valyuta siyosati; valyuta kursi rejimlari; kapital oqimlari; zaxira aktivlari; to‘lov balansi; moliyaviy barqarorlik

Ключевые слова: международная валютная система; валютная политика; режимы валютного курса; потоки капитала; резервные активы; платежный баланс; финансовая стабильность

Keywords: international monetary system; exchange rate policy; exchange rate regimes; capital flows; reserve assets; balance of payments; financial stability

Xalqaro valyuta tizimi global iqtisodiyotning “ko‘rinmas infratuzilmasi” bo‘lib, u tovarlar, xizmatlar va kapital harakatini narxlash, hisob-kitob qilish hamda risklarni taqsimlash mexanizmlarini belgilaydi. Ushbu tizimning institutsional normalari va amaliy me’yorlari o‘zgargan sari milliy valyuta siyosatining samaradorligi ham qayta talqin qilinadi: kurs rejimi tanlovi, valyuta intervensiyalari, kapital harakatlarini tartibga solish, zaxira boshqaruvi va makroprudensial yondashuvlar bir-birini to‘ldiruvchi siyosat paketiga aylanadi. So‘nggi o‘n yilliklarda global likvidlikning sikllanishi, foiz stavkalari farqi va riskka munosabat o‘zgarishi natijasida rivojlanayotgan iqtisodiyotlarda valyuta bozoridagi beqarorlik tez-tez kuchaymoqda; shu bois xalqaro valyuta tizimidagi strukturaviy siljishlar sharoitida valyuta siyosatini “bitta instrument-bitta maqsad” mantig‘ida emas, balki ko‘p instrumentli muvofiqlashtirilgan ramka sifatida ko‘rish dolzarblashdi. Bretton-Vudsdan keyingi davrda suzuvchi kurslar keng yoyilgan bo‘lsa-da, amaliyotda ko‘plab mamlakatlar “boshqariladigan suzish” va turli darajadagi intervensiya orqali kurs dinamikasini silliqlashga intiladi, bu esa “trilemma”ga qo‘shimcha ravishda zaxira talabi va moliyaviy barqarorlik masalalarini keskinlashtiradi [1; 2].

Mavjud ilmiy adabiyotlarda xalqaro valyuta tizimining evolyutsiyasi, rezerv valyutalar raqobati va global nomutanosibliklar masalasi turli konseptual yo‘nalishlarda yoritiladi. Bir yo‘nalish tizimni asosan institutsional kelishuvlar va ishonch muammosi doirasida ko‘rib, zaxira valyuta emitenti zimmasiga tushadigan “xalqaro likvidlikni ta’minlash” va “barqaror qiymatni saqlash” vazifalari o‘rtasidagi ziddiyatni ta’kidlaydi; bu yondashuvda global xavfsiz aktivlar tanqisligi va zaxiralarning konsentratsiyasi markaziy o‘rinda turadi [3]. Ikkinchi yo‘nalish ochiq iqtisodiyot makroiqtisodiyoti doirasida kapital oqimlari va monetar transmissiya kanallarini tahlil qilib, valyuta kursining narxlar va moliyaviy sharoitlarga ta’sirini kuchli nomukammalliklar sharoitida qayta baholaydi; ayniqsa “dominant valyuta” mexanizmi natijasida kurs moslashuvi eksport-import narxlari orqali kutilganidek ishlamasligi mumkin [4]. Uchinchidan, rivojlanayotgan bozorlar tajribasi valyuta siyosatida “qo‘rquv bilan suzish”, dollarlashuv, valyuta nomuvofiqligi va qisqa muddatli tashqi qarz risklari kabi omillarni ko‘rsatib, kurs rejimi tanlovi sof nazariy optimum emas, balki institutsional sig‘im va moliyaviy tuzilma bilan chegaralanganini

isbotlaydi [5]. Shu bilan birga, milliy adabiyotlarda valyuta bozorini liberallashtirish, konvertatsiya sharoitlari, to‘lov balansi barqarorligi va intervensiya mexanizmlarining amaliy dizayni masalalari ko‘proq normativ yo‘sinda yoritilib, xalqaro tizimdagi o‘zgarishlar bilan bog‘liq konseptual sintez yetarli darajada chuqurlashtirilmagan holatlar uchraydi [6].

Ushbu maqolaning maqsadi xalqaro valyuta tizimi transformatsiyasi sharoitida valyuta siyosatining asosiy tanlovlarini tizimlashtirish, kurs rejimlari, kapital oqimlari va zaxira aktivlari o‘rtasidagi bog‘liqlikni “kurs-zaxira-likvidlik” uchligi orqali konseptual izohlash hamda siyosat dizayni uchun mantiqiy xulosalar chiqarishdan iborat. Vazifalar quyidagilardan tashkil topadi: birinchidan, xalqaro valyuta tizimi evolyutsiyasining valyuta siyosatiga qo‘yadigan cheklovlarini aniqlash; ikkinchidan, kurs rejimlari va kapital hisobini boshqarish o‘rtasidagi amaliy kompromisslarni tushuntirish; uchinchidan, zaxira boshqaruvi va intervensiya siyosatining samaradorlik shartlarini tahlil qilish; to‘rtinchidan, moliyaviy barqarorlikni kuchaytiruvchi integratsiyalashgan siyosat ramkasini taklif etish. Ilmiy yangilik tizimli kompromisslar xaritasini berish va valyuta siyosatini monetar va prudensial siyosat bilan uyg‘unlashtirish bo‘yicha konseptual model taklifida; amaliy ahamiyat esa markaziy bank va fiskal organlar uchun siyosat paketini loyihalashda risklarni oldindan baholash mezonlarini aniqlashtirishda namoyon bo‘ladi.

Tadqiqotda nazariy va analitik usullar ustuvor qo‘llanildi. Birinchidan, tarixiy-institutsional yondashuv orqali xalqaro valyuta tizimining asosiy bosqichlari va ularni belgilagan me’yorlar, jumladan, suzuvchi kurslar davrida kapital harakatlari erkinlashuvi va global moliyaviy integratsiyaning chuqurlashuvi tahlil qilindi. Ikkinchidan, taqqoslama tahlil usuli yordamida turli kurs rejimlari amaliyotdagi xususiyatlari, ularning inflyatsiya, tashqi raqobatbardoshlik va moliyaviy barqarorlik bilan bog‘liqligi konseptual solishtirildi. Uchinchidan, ochiq iqtisodiyot makromodeli mantiqidan kelib chiqib, valyuta kursi, foiz stavkalari pariteti, kapital oqimlari va zaxira dinamikasi o‘rtasidagi sabab-oqibat aloqalari stilizatsiyalangan faktlar asosida sintez qilindi. Ma’lumotlar bazasi sifatida xalqaro moliya institutlarida keng qo‘llaniladigan indikatorlar tizimi va umumiy qabul qilingan empirik

kuzatuvlar mantiqi (global risk ishtahasi, “sudden stop”, zaxira yetarliligi mezonlari) konseptual darajada foydalanildi. Metodologik tanlovning ilmiy asosi shundan iboratki, mazkur mavzu bo‘yicha ko‘plab muhim natijalar aynan institutlar, kutilmalar va moliyaviy friksiyalar bilan belgilanadi; bularni faqat biror tor ekonometrik spetsifikatsiya bilan emas, balki muvofiqlashtirilgan nazariy ramka orqali izohlash yuqori izohlovchanlik beradi [2; 7].

Tahlil xalqaro valyuta tizimining hozirgi holatini uchta asosiy xususiyat orqali tavsiflash mumkinligini ko‘rsatdi. Birinchi xususiyat global likvidlikning “markaziy” valyutalar atrofida sikllanishi bo‘lib, bunda yirik moliyaviy markazlardagi monetar sharoitlar o‘zgarishi transchegaraviy kreditlash, portfel oqimlari va valyuta risk priyomiga tez ta’sir qiladi. Natijada ko‘plab mamlakatlarda valyuta kursi nafaqat savdo shoklariga, balki moliyaviy shoklarga ham sezgir bo‘lib qoladi, bu esa kurs volatilligini real sektor narxlari va balanslar orqali kuchliroq uzatadi. Ikkinchi xususiyat rezerv aktivlar tuzilmasida konsentratsiya saqlanib qolayotgan bir paytda zaxiralarga bo‘lgan talabning oshishi bilan bog‘liq: mamlakatlar “o‘z-o‘zini sug‘urtalash” maqsadida zaxira to‘plashni kuchaytiradi, bu esa ichki likvidlik boshqaruvi va sterilizatsiya xarajatlarini dolzarb qiladi. Uchinchi xususiyat kapital oqimlarining tarkibiy o‘zgarishi bo‘lib, qisqa muddatli portfel oqimlari va valyutada qarzlanish sharoitida “tez qaytuvchi” likvidlik ulushi ko‘payadi; bu holat tashqi moliyalashtirish shoklarida kursning keskin qadrsizlanishi va risk priyomining oshishini tezlashtiradi.

Valyuta siyosatining amaliy dizayni bo‘yicha quyidagi natijalar aniqlashtirildi. Kurs rejimlari spektrida qat’iy peg va erkin suzish qutblari kam uchraydi; aksariyat amaliyotlar boshqariladigan suzish bo‘lib, unda markaziy bank kurs dinamikasini silliqlash, bozor likvidligini qo‘llab-quvvatlash va inflyatsion kutilmalarni barqarorlashtirish uchun intervensiya qiladi. Intervensiyaning institutsional “narxi” zaxira sarfi, sterilizatsiya xarajati va kommunikatsiya ishonchliligi bilan o‘lchanadi; agar intervensiya qoidalari noaniq bo‘lsa, bozor agentlari “bir tomonlama kafolat” kutishi mumkin, bu esa spekulyativ pozitsiyalarni rag‘batlantiradi. Shuningdek, zaxira yetarliligi faqat import qoplamasi bilan

emas, balki qisqa muddatli tashqi qarz, portfel majburiyatlari va bank tizimi valyuta pozitsiyasi bilan birgalikda baholanishi kerakligi konseptual jihatdan mustahkamlandi. Kapital oqimlari boshqaruvida esa “keskin taqiqlar”dan ko‘ra, vaqtinchalik va nishonli prudensial choralar, xususan, valyutada kreditlash standartlari, likvidlik koeffitsientlari va qarzning muddat tuzilmasiga talablar kurs siyosati bilan uyg‘unlashganda barqarorroq natija berishi ko‘rsatildi.

“kurs-zaxira-likvidlik” uchligi doirasida muvozanat quyidagicha ifodalanadi: kurs moslashuvchanligi ortgan sayin zaxira talabi nazariy jihatdan kamayishi mumkin, biroq dollarlashuv va balans effekti kuchli bo‘lsa, amalda zaxira talabi yuqori qoladi; aksincha, kursni qattiq silliqlash zaxiraga yukni oshiradi va ichki likvidlikni boshqarish murakkablashadi. Shu sababli optimal siyosat “kursni himoya qilish”dan ko‘ra “tartibli moslashuv”ni ta’minlashga yo‘naltiriladi, bunda markaziy bankning asosiy vazifasi bozorning haddan tashqari o‘zgaruvchanligini yumshatish, lekin fundamental signallarni to‘liq bostirmaslikdan iborat bo‘ladi.

Olingan natijalar xalqaro adabiyotda qayd etilgan institutsional ziddiyatlar va monetar transmissiya haqidagi xulosalar bilan mos keladi, biroq ularni rivojlanayotgan iqtisodiyotlar uchun amaliy siyosat paketiga bog‘lash orqali qo‘shimcha aniqlik kiritadi. Xususan, Triffin tipidagi global likvidlik muammosi sharoitida zaxira aktivlarining “xavfsizligi” va “daromadliligi” o‘rtasidagi kompromiss kuchayadi, bu esa zaxira boshqaruvida diversifikatsiya, likvidlik qatlamlari va stress-test amaliyotini zarur qiladi [3]. Shu bilan birga, dominant valyuta narxlash amaliyoti eksport va import narxlarining kursga moslashuvini sustlashtiradi; demak, kurs qadrsizlanishi avtomatik tarzda tashqi savdo balansini tez yaxshilamasligi mumkin, ammo import narxlari orqali inflyatsion bosimni kuchaytirishi ehtimoli yuqori [4]. Bu holat valyuta siyosatini inflyatsion targetlash bilan uyg‘unlashtirishda kommunikatsiya va kutilmalarni boshqarishning markaziy rolini ko‘rsatadi: kursga haddan tashqari “reaktiv” yondashuv monetar siyosatning ishonchliligini pasaytirishi, aksincha kursni butunlay e’tiborsiz qoldirish moliyaviy barqarorlik risklarini oshirishi mumkin.

Muhokama shuni ham ko‘rsatadiki, valyuta siyosatining samaradorligi ko‘pincha bank tizimi balanslaridagi valyuta nomuvofiqligi va qarzning muddat tuzilmasi bilan belgilanadi. Shu nuqtai nazardan, “qo‘rquv bilan suzish” fenomeni faqat ehtiyotkorlik emas, balki institutlar va moliyaviy dollarlashuvning oqilona reaksiyasi sifatida talqin qilinadi; ammo bu holat uzoq muddatda zaxira yig‘ishning ortiqcha xarajatlari va resurslar taqsimotidagi samaradorlik yo‘qotishlariga olib kelishi mumkin [5]. Milliy kontekstlarda valyuta bozorini liberallashtirish jarayonlari ko‘pincha institutsional sig‘im va prudensial infratuzilma bilan birga yuritilgandagina barqaror natija beradi; aks holda, kapital oqimlari tezlashuvi kursga bosimni kuchaytirib, intervensiya va cheklovlar o‘rtasidagi “sikllanuvchi” siyosatga olib kelishi mumkin [6]. Shuning uchun integratsiyalashgan ramka taklif etiladi: birinchidan, kurs moslashuvchanligi “tartibli” bo‘lishi uchun intervensiya shaffof maqsadlar bilan bog‘lanadi; ikkinchidan, zaxira yetarliligi kengaytirilgan risk ko‘rsatkichlari bilan baholanadi; uchinchidan, kapital oqimlari bo‘yicha prudensial choralar monetar siyosat maqsadlariga zid kelmaydigan tarzda kalibrlanadi; to‘rtinchidan, valyutada qarzlanishni cheklovchi mikroprudensial normalar orqali balans effektlari yumshatiladi.

Tadqiqotning cheklovi shundan iboratki, maqola konseptual sintezga tayanadi va mamlakatlar kesimidagi econometrik baholashlarni maqsad qilmaydi; natijalar umumlashtiruvchi xarakterga ega bo‘lib, ularni aniq mamlakat sharoitiga moslashtirishda institutsional ko‘rsatkichlar, moliyaviy chuqurlik, dollarlashuv darajasi va tashqi qarz profilini hisobga olish talab etiladi. Kelajakdagi izlanishlar uchun istiqbolli yo‘nalish sifatida valyuta intervensiyasi qoidalarining kutilmalar shakllanishiga ta’siri, zaxira diversifikatsiyasining xarajat-foyda tahlili va kapital oqimlari bo‘yicha nishonli prudensial choralar samaradorligini mikrodata asosida baholash masalalari ajratib ko‘rsatiladi [7].

Xulosa: Maqola xalqaro valyuta tizimi transformatsiyasi sharoitida valyuta siyosati bir vaqtning o‘zida makrobarqarorlik, tashqi muvozanat va moliyaviy xavfsizlik vazifalarini bajarishga majbur ekanini asoslab berdi. Kurs rejimi tanlovi amaliyotda ikki qutb orasidagi boshqariladigan moslashuv sifatida namoyon bo‘lishi, intervensiya esa

fundamental signallarni bostirmagan holda volatillikni silliqlashga qaratilganda nisbatan samarali bo‘lishi umumlashtirildi. Zaxira boshqaruvi “o‘z-o‘zini sug‘urtalash” motivi bilan kuchayib borayotgan sharoitda yetarlilikni kengaytirilgan risk ko‘rsatkichlari orqali baholash va sterilizatsiya xarajatlarini inobatga olish zarurligi ta’kidlandi. Kapital oqimlari sharoitida valyuta siyosatini monetar va prudensial siyosat bilan integratsiyalash, valyutada qarzlanish va balans nomuvofiqliklarini kamaytirish orqali “kurs-zaxira-likvidlik” uchligi bo‘yicha kompromisslarni barqarorroq konfiguratsiyaga keltirish mumkinligi asosiy ilmiy hissa sifatida qayd etildi.

Adabiyotlar ro‘yxati:

1. Obstfeld M., Rogoff K. Foundations of International Macroeconomics. Cambridge (MA), MIT Press, 1996. 804 p.

2. IMF. Institutional View: The Liberalization and Management of Capital Flows. Washington (DC), International Monetary Fund, 2012. 64 p.

3. Eichengreen B. Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System. Oxford, Oxford University Press, 2011. 208 p.

4. Gopinath G. The International Price System. Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2015. P. 71-150.

5. Calvo G. A., Reinhart C. M. Fear of Floating. Quarterly Journal of Economics. Cambridge (MA), Harvard University Press, 2002. Vol. 117, No. 2. P. 379-408.

6. Abdullaeva D. Valyuta bozorini liberallashtirish sharoitida markaziy bank intervensiyalari samaradorligi. Toshkent, Iqtisodiyot nashriyoti, 2020. 176 b.

7. Иванов А. В. Международная валютная система: эволюция, риски, регулирование. Москва, Инфра-М, 2019. 320 с.