

## VALYUTA KURSINING SHAKLLANISHI BO‘YICHA ILMIY-NAZARIY YONDASHUVLAR

**Samandarov Zuxriddin Raup o‘g‘li**

Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti

Akademik faoliyatni tashkil bo‘limi bosh mutaxassisi

samandarovzuxriddin@gmail.com

**Kalit so‘zlar:** Valyuta kursi, davlat iqtisodiy siyosati, iqtisodiy barqarorlik, xalqaro moliyaviy oqimlar, valyuta bozoriga intervensiya, to‘lov balansining ta‘siri, inflyatsiya darajasi, pul-kredit siyosati, valyuta zaxiralari, foiz stavkalari, kapital nazorati, pul massasi, xorijiy kapital, savdo siyosati, bozor mexanizmlari, fiskal siyosat, eksport, import, iqtisodiy muvozanat, valyuta chayqovchiligini nazorat qilish, valyuta kursi barqarorligi, tashqi iqtisodiy holat, moliyaviy integratsiya, xalqaro savdo.

### **Kirish**

Valyuta kursini qanday omillar belgilashi va uning dinamikasini tushuntirish uchun iqtisodiyot nazariyasida bir necha yondashuvlar shakllangan. Valyuta kursi shakllanishining ilmiy-nazariy asoslari sifatida klassik (ya‘ni, xarid qobiliyati pariteti nazariyasi), monetar (pul omillari yondashuvi), keynesiycha (foiz stavkalari va kutilmalar rolini ta‘kidlovchi) hamda portfel (aktivlar bozori balansiga asoslangan) yondashuvlar ajratib ko‘rsatiladi. Ushbu tezisda ushbu yondashuvlarning mazmuni va ularning valyuta kursiga ta‘sir etuvchi asosiy omillar – inflyatsiya, foiz stavkalari hamda pul massasidagi o‘zgarishlar – bilan bog‘liqligi yoritib beriladi.

Valyuta kursi nazariy jihatdan bir vaqtning o‘zida turli fundamental omillarning ta‘siri ostida shakllanadi. Masalan, ichki inflyatsiya darajasining xorijiy inflyatsiyadan yuqori bo‘lishi, boshqa sharoitlar barqaror turganda, milliy valyutaning qadrsizlanishiga olib keladi. Xuddi shunday, foiz stavkalari farqi kapital oqimlarini jalb etishi yoki qochirishi orqali kursga ta‘sir ko‘rsatadi, pul massasining o‘sishi esa inflyatsiya va ayirboshlash kursi o‘zgarishlarini yuzaga keltiradi. Quyida har bir nazariy yondashuv alohida ko‘rib chiqilib, ularning valyuta kursiga doir bashoratlari tahlil qilinadi.

### **Asosiy qism**

Valyuta kursining shakllanish mexanizmini tushuntirishda klassik va monetar yondashuvlar iqtisodiy nazariyada muhim o‘rin egallaydi. Klassik yondashuvning asosini tashkil etuvchi xarid qobiliyati pariteti (Purchasing Power Parity — PPP) nazariyasiga ko‘ra, valyuta kursi uzoq muddatli davrda ikki mamlakatdagi narxlar darajasi nisbatiga muvofiq ravishda shakllanadi. Ushbu konsepsiya birinchi bor XX asr boshlarida iqtisodchi Gustav Kassel tomonidan taklif etilgan bo‘lib, u valyuta kursiga inflyatsiya asosiy ta‘sir ko‘rsatuvchi omil ekanini ta‘kidlagan.

Nazariy jihatdan, agar bir mamlakatda inflyatsiya darajasi boshqa mamlakatga nisbatan yuqori bo‘lsa, milliy valyuta tegishli ravishda qadrsizlanishi lozim. Masalan, O‘zbekistonda yillik inflyatsiya darajasi 10% ni, AQShda esa 2% ni tashkil qilsa, PPP yondashuvi asosida so‘m AQSh



dollariga nisbatan taxminan 8% ga qadrsizlanadi. Bu milliy valyutaning xarid qobiliyatidagi pasayishni kompensatsiya qilish zaruratidan kelib chiqadi.

Biroq, ushbu yondashuvning amaliy tatbiqida bir qancha cheklovlar mavjud. Xususan, qisqa muddatli valyuta kursidagi tebranishlar narxlar darajasining inersiyaviy o'zgarishi, xalqaro savdo to'siqlari, tranzaksiya xarajatlari va tovarlarning noaniq o'xshashligi tufayli PPP modelidan og'ishlarni yuzaga keltiradi. Natijada, ushbu model valyuta kursining uzoq muddatli muvozanatini tushuntirishda foydali bo'lsa-da, qisqa muddatli tebranishlarni izohlashda yetarli darajada aniqlikka ega emas.

Alternativ yondashuv sifatida monetar model valyuta kursini pul bozoridagi muvozanat orqali aniqlashga harakat qiladi. Ushbu modelga ko'ra, har bir mamlakatda pul taklifi va unga bo'lgan talab o'rtasidagi nisbat valyuta kursiga bevosita ta'sir ko'rsatadi. Monetar model PPP nazariyasini kengaytirib, inflyatsiyadan tashqari, pul massasining o'zgarishi, foiz stavkalari va real daromad darajasi kabi omillarni ham hisobga oladi. Masalan, agar mamlakatda pul taklifi iqtisodiy o'sish sur'atlaridan tezroq ortsa, bu inflyatsiyani kuchaytiradi va natijada milliy valyuta qadrsizlanadi. Aksincha, pulga bo'lgan talab ortsa, bu valyutaning qadrlanishiga olib keladi. Bundan tashqari, yuqori foiz stavkalari xorijiy kapital oqimini rag'batlantiradi va valyuta kursini mustahkamlovchi omil sifatida xizmat qiladi. Shu bilan birga, uncovered interest parity nazariyasiga ko'ra, foiz farqi kelajakdagi valyuta kursidagi o'zgarishlar bilan kompensatsiyalanishi mumkin, bu esa valyuta bozorlarida spekulativ kutilmalarning shakllanishiga zamin yaratadi.

Monetar modelning afzalliklaridan biri shundaki, u uzoq muddatli pul siyosati va foiz stavkalarining valyuta kursiga ta'sirini sistematik tarzda baholash imkonini beradi. Biroq, narxlarning qisqa muddatda qat'iy (sticky prices) bo'lishi tufayli, monetar yondashuv ham real sektor omillarini inkor qilmaydi. Bu esa keyingi bosqichda keynsiycha yondashuvlarning yuzaga kelishiga asos bo'lgan.

### 1-jadval

#### Valyuta kursining shakllanishi: nazariy yondashuvlarning solishtirma tahlili

Yondashuv	Asosiy omillar	Kuchli jihatlari	Cheklovlari
<b>Klassik (PPP)</b>	Narxlar darajasi tafovuti	Uzoq muddatli tushuntirish kuchli	Qisqa muddatli o'zgarishlarni tushuntira olmaydi
<b>Monetar</b>	Pul taklifi, inflyatsiya, foiz stavkalari	Ilmiy asoslangan, pul nazariyasiga tayanadi	Sticky prices va real omillarni kam hisobga oladi
<b>Keynescha yondashuv (Dornbusch modeli)</b>	Foiz farqi, kutilmalar, real sektor	Qisqa muddatli dinamikani tushuntiradi	Uzoq muddatli barqarorlikni to'liq tushuntirmaydi

Yondashuv	Asosiy omillar	Kuchli jihatlari	Cheklovlari
<b>Portfel yondashuvi</b>	Aktivlar bozorida muvozanat, risk va likvidlik afzalliklari	Real hayotga yaqin, ko'p omilli	Juda murakkab, ko'p parametrga bog'liq

Keynescha yondashuv doirasida valyuta kursiga ta'sir ko'rsatuvchi asosiy omillar sifatida foiz stavkalari farqi, qisqa muddatli kutilmalar va iqtisodiy o'sish sur'atlari alohida e'tirof etiladi. Mazkur yondashuvning zamonaviy talqini sifatida Rudiger Dornbusch tomonidan ishlab chiqilgan "kursning oshirib yuborilishi" (overshooting) modeli ko'rsatib o'tiladi. Ushbu model shuni ta'kidlaydiki, qisqa muddatda narxlar rigidligi (ya'ni, tovar narxlarining inertsia bilan o'zgarishi) mavjud bo'lsa-da, valyuta kursi moliyaviy bozorlardagi tezkor moslashuv evaziga darhol reaksiya bildiradi.

Dornbusch modeliga ko'ra, pul-kredit siyosatida yuz beradigan o'zgarishlar dastlab moliyaviy aktivlar bozori va valyuta kursiga ta'sir ko'rsatadi, real sektor esa bu o'zgarishlarga nisbatan sekinroq moslashadi. Masalan, agar markaziy bank foiz stavkalarini pasaytirish orqali pul massasini keskin kengaytirs, milliy valyuta kursi qisqa fursatda o'zining uzoq muddatli muvozanat darajasidan pastga tushib, haddan tashqari qadrsizlanishi mumkin. Ushbu hodisa "overshooting" deb yuritiladi. Vaqt o'tishi bilan narxlar va ish haqi moslashadi, bu esa valyuta kursining nisbiy barqarorlashuviga olib keladi.

Keynescha yondashuvning asosiy komponentlaridan yana biri — foiz stavkalari pariteti nazariyasidir. Uncovered Interest Parity (UIP) tamoyiliga muvofiq, kapital erkin harakat qilayotgan sharoitda investorlar foiz farqini va valyuta riskini hisobga olgan holda aktivlar portfelini shakllantiradilar. Agar ma'lum bir valyutada foiz darajasi yuqoriroq bo'lsa, u holda ushbu ustunlikni kutilayotgan valyuta qadrsizlanishi qoplab berishi lozim. Aks holda, investorlar yuqori foizli valyutaga talabni oshirib, uning qadri mustahkamlanishiga olib keladilar. Bu jarayon valyuta kursining qisqa va o'rta muddatli dinamikasini shakllantiruvchi kutilmalar va foiz farqlari o'rtasidagi uzviy bog'liqlikni tasdiqlaydi. Shuningdek, Keynescha yondashuv iqtisodiy o'sish sur'atlari va savdo balansi kabi real omillarning valyuta kursiga ta'sirini inkor etmaydi. Xususan, iqtisodiy faollik pasayganda chet el investorlari orasida ishonchsizlik yuzaga kelib, bu valyuta kursining pasayishiga olib kelishi mumkin.

Valyuta kursining shakllanishiga oid yana bir ilg'or nazariy yondashuv bu — portfel balans (Portfolio Balance) modelidir. Mazkur modelda valyuta kursi xalqaro moliyaviy aktivlar, ya'ni davlat obligatsiyalari va boshqa qimmatli qog'ozlar bozorida taklif va talab muvozanati orqali aniqlanadi. Modelga ko'ra, mahalliy va xorijiy aktivlar bir-birini to'liq almashtira olmaydi, chunki investorlarning riskga bo'lgan munosabati va likvidlikka bo'lgan talablari farq qiladi.

Investorlar o'z portfellariga qo'shimcha mahalliy obligatsiyalarni qo'shish evaziga yuqoriroq daromadlilik yoki risk kompensatsiyasi (valyuta qadrsizlanishi)ni talab qiladilar. Agar davlat byudjet taqchilligi sababli milliy obligatsiyalar emissiyasini oshirsa, bu ichki bozor taklifining ortishiga olib keladi. Natijada, investorlarni jalb etish uchun milliy valyuta



qadrsizlanishi yoki yuqori foiz stavkalari talab qilinadi. Bu jarayon milliy valyuta kursining pasayishiga sabab bo‘ladi, toki yangi muvozanat tiklanmaguncha. Portfel yondashuvi valyuta kursini ikki xil aktiv — mahalliy va xorijiy obligatsiyalar — ning nisbiy narxi sifatida ko‘radi. Kurs muvozanatda bo‘lishi uchun barcha chiqarilgan aktivlar global investorlar portfelida joylashgan bo‘lishi lozim. Bu model monetar yondashuvga qaraganda murakkabroq bo‘lib, u nafaqat foiz stavkalari va inflyatsiya darajasini, balki investorlarning xatti-harakatlari, risk kayfiyati va fiskal siyosatga bo‘lgan munosabatini ham hisobga oladi.

1970-yillardan boshlab asosiy valyutalar erkin suzib yuruvchi kursga o‘tgach, portfel yondashuvi valyuta kurslarining qisqa muddatli o‘zgaruvchanligini (volatilitesini) tushuntirishda muhim vositaga aylandi. Ayniqsa, davlat qarzining oshishi yoki fiskal barqarorlikka bo‘lgan ishonchning pasayishi investorlar tomonidan qo‘shimcha risk premyasi talab qilinishiga, bu esa valyuta kursining pasayishiga olib keladi. Yuqoridagi nazariy yondashuvlarni umumlashtirgan holda, valyuta kursiga ta‘sir qiluvchi asosiy makroiqtisodiy omillarni sanab o‘tamiz. Valyuta kursining shakllanishiga bir nechta muhim omillar ta‘sir ko‘rsatadi. Ulardan biri inflyatsiya bo‘lib, uning yuqori darajasi milliy valyutaning xarid qobiliyatini pasaytiradi va bu, o‘z navbatida, uning xorijiy valyatalarga nisbatan qadrsizlanishiga olib keladi. Xarid qobiliyati pariteti (PPP) nazariyasi ushbu munosabatni asoslaydi.

Foiz stavkalari esa kapital oqimlari orqali valyuta kursiga ta‘sir etadi. Yuqori foiz darajasi xorijiy investitsiyalarni jalb qiladi va milliy valyutaga talabni oshirib, uning kursini mustahkamlaydi. Uncovered Interest Parity (UIP) nazariyasi foiz farqi bilan kutilayotgan valyuta kursi o‘zgarishi o‘rtasidagi bog‘liqlikni ko‘rsatadi.

Pul massasi o‘shishi monetar yondashuv doirasida inflyatsiyaga olib kelib, uzoq muddatda valyuta qadrsizlanishini yuzaga keltiradi. Markaziy banklarning pul-kredit siyosati shu jihatdan valyuta kursining barqarorligiga bevosita ta‘sir ko‘rsatadi.

Iqtisodiy o‘shish va savdo balansi ham kursga muhim ta‘sir etadi. Yuqori o‘shish sur‘atlari va ijobiy savdo balansi milliy valyutaga bo‘lgan talabni oshirib, uning mustahkamlanishiga xizmat qiladi. Aksincha, joriy hisob taqchilligi kursga pasayish bosimini kuchaytiradi.

Kutilmalar va risk omillari qisqa muddatli kurs dinamikasida hal qiluvchi rol o‘ynaydi. Bozor ishtirokchilarining valyuta bo‘yicha salbiy prognozlar va siyosiy beqarorlik kabi omillar spekulativ harakatlarni keltirib chiqaradi, bu esa valyutaning tezkor qadrsizlanishiga olib kelishi mumkin.

Yuqoridagi omillar kompleks holda ta‘sir ko‘rsatadi va zamonaviy valyuta kursi nazariyalari ular orasidagi nisbat va ustuvorliklarga ko‘ra farqlanadi. Shu bois, real iqtisodiy sharoitda ushbu omillarni tizimli tahlil qilish zarur hisoblanadi.

### **Xulosa**

Valyuta kursi turli makroiqtisodiy omillar ta‘sirida shakllanadi. Yuqori inflyatsiya milliy valyutaning real xarid qobiliyatini pasaytirib, uning xorijiy valyatalarga nisbatan qadrsizlanishiga olib keladi (PPP nazariyasi). Foiz stavkalari esa kapital harakatlari orqali valyutaga bo‘lgan talabni



belgilaydi: yuqori stavkalar xorijiy investitsiyalarni jalb etib, kursni mustahkamlaydi (UIP nazariyasi).

Pul massasining o'sishi inflyatsiyani rag'batlantirib, uzoq muddatda valyuta qadrsizlanishiga sabab bo'ladi (monetar yondashuv). Iqtisodiy o'sish va pozitiv savdo balansi valyutaga talabni oshirib, uning qiymatini mustahkamlasa, joriy hisob taqchilligi aks ta'sir ko'rsatadi (elastiklik yondashuvi).

Shuningdek, kutilmalar va xatar omillari (siyosiy barqarorlik, qarz holati, markaziy bank ishonchliligi) spekulativ talab orqali kursga qisqa muddatli bosim o'tkazadi. Ushbu omillar o'zaro bog'liq bo'lib, valyuta kursining shakllanishida kompleks rol o'ynaydi.

Xulosa o'rinda aytganda, valyuta kursining shakllanishi ko'p qirrali jarayon bo'lib, unga turli ilmiy maktablar turlicha yondashadi. Har bir nazariy yondashuvning o'z hissasi va cheklovlari mavjud, va real hayotdagi vaziyatlarni to'liq tushunish uchun ularning barchasini integratsiyalashgan holda ko'rib chiqish lozim. Bu bilimlar asosida iqtisodiyotimizda valyuta kursi barqarorligini ta'minlashga qaratilgan oqilona siyosat chora-tadbirlari ishlab chiqilishi mumkin.

#### Manbalar

1. Dornbusch, R. (2016). *Purchasing Power Parity*. – The New Palgrave Dictionary of Economics. (Xarid qobiliyati pariteti nazariyasi haqida)
2. Vaia, E. (2023). *Monetary Approach to Exchange Rate: Explanation & Example*. (Monetar yondashuv va pul taklifi-ta'minoti muvozanati)
3. Overshooting model – *Wikipedia* (2021). (Dornbusch modelining asosiy xususiyatlari)
4. Mussa, M. (1979). *Empirical Regularities in the Behavior of Exchange Rates*. – (Valyuta kursi nazariyalari umumlashmasi haqida)
5. Islamov B. va boshq. (2010). *Xalqaro valyuta-kredit munosabatlari*. – T.: Moliya. (O'zbek tilida darslikdan iqtibos)
6. Reuters (2019). *How does China manage the yuan, and what is its real value?* (Xitoy valyuta tizimi tushuntirishi)
7. Федеральная Резервная Система (2020). *International Finance Discussion Papers*. (Активлар бозори ва валюта курси rischi хақида)

Research Science and  
Innovation House

