

ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ БАНК-МОЛИЯ
АКАДЕМИЯСИ

А.В. ВАХАБОВ, Н.Х. ЖУМАЕВ, Э.А. ХОШИМОВ

ЖАҲОН МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ ИНҚИРОЗИ:

САБАБЛАРИ, ХУСУСИЯТЛАРИ ВА
ИҚТИСОДИЁТГА ТАЪСИРИНИ ЮМШАТИШ
ЙЎЛЛАРИ

Тошкент
«Akademnashr»
2009

Ушбу монографияда жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг юзага келиш сабаблари, хусусияти ва назарий-концептуал асослари, дунё мамлакатларининг глобал молиявий инқирозга қарши курашиш дастурларининг мазмуни ва уларни амалга ошириш механизми, жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг Ўзбекистон иқтисодиётига таъсири ва уни камайтириш, юмшатиш чораларини такомиллаштириш масалалари ёритилган.

Ушбу монография иқтисодий цикл ҳаракати билан қизиқувчи мутахассис–амалиётчилар, иқтисодий йўналишда таълим олаётган бакалаврлар, магистрлар ва аспирантларга мўлжалланган.

Ўзбекистон Республикаси Банк-молия академияси Илмий кенгашининг 2009 йил 2 июлдаги қарорига биноан нашрга тавсия этилган.

Тақризчилар: и.ф.д. Т.С. Расулов
и.ф.д., проф. Р.Р. Ҳасанов

© А.Вахабов, Н.Жумаев, Э.Хошимов
«Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози».
«Akademnashr» нашриёти, 2009 й.

Мундарижа

Кириш	4
1-боб. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг сабаблари, хусусиятлари ва назарий-концептуал асослари	
1.1. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг моҳияти ва сабаблари	6
1.2. Глобал молиявий инқироз шаклланишининг назарий-концептуал асослари	22
1.3. Валюта инқирозлари шаклланишининг айрим назарий-услубий жиҳатлари	44
1.4. Молиявий инновациялар ва ҳосила молиявий инструментларининг ривожланиш тенденциялари	59
2-боб. Дунё мамлакатларининг глобал молиявий инқирозга қарши чоралар дастурлари ва уларни амалга ошириш механизми	
2.1. Тараққий этган мамлакатларнинг глобал молиявий инқирозга қарши чоралар дастурлари: таркиби ва устувор йўналишлари	68
2.2. Жаҳон молиявий инқирозининг ривожланаётган давлатлар иқтисодиётига таъсири ва уни камайтириш чоралари	86
2.3. Глобал молиявий архитектурани ислоҳ этиш йўналишлари	98
3-боб. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг Ўзбекистон иқтисодиётига таъсири ва уни юмшатиш чораларини такомиллаштириш	
3.1. Жаҳон молиявий инқирозининг Ўзбекистон иқтисодиётига таъсири ва уни камайтириш, юмшатиш омиллари	108
3.2. Ўзбекистоннинг 2009-2012 йилларга мўлжалланган инқирозга қарши чоралар дастури: вазифалари ва амалга ошириш йўналишлари	119
Хулоса	129
Фойдаланилган адабиётлар рўйхати	137

КИРИШ

2008 йилда бошланиб, ҳозирда тобора чуқурлашиб бораётган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози нафақат ривожланган саноат мамлакатлари, балки ривожланаётган, бозор муносабатлари шаклланаётган давлатларга ҳам ўз салбий таъсирини ўтказмай қолмади. Айти пайтда глобал молиявий инқироз жаҳон молия-банк тизимида жиддий нуқсонлар мавжудлиги ва уни тубдан ислоҳ қилишнинг зарурлигини кўрсатиб берди.

«Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг миқёси, кўлами ва оқибатлари, авваламбор, муайян мамлакатнинг молия-валюта тизими қай даражада ривожланганлиги, миллий кредит институтларининг капиталлашуви ва ликвидлиги (тўлов имконига эга эканлиги) ҳамда уларнинг чет эл ва корпоратив банк тузилмаларига нечоғли қарам эканлигига, мамлакатнинг олтин валюта захирасининг ҳажми, хорижий кредитларни қайтариш қобилияти, мамлакат иқтисодиётининг барқарорлиги, диверсификация ва рақобатбардошлик даражаси каби омилларга боғлиқдир»¹.

Ушбу омиллар турли мамлакатларда ҳар хил таъсир кўрсатиши ва инқирозга қарши чора-тадбирлар тизимини ишлаб чиқишда булар эътиборга олиниши зарур. Айти пайтда инқироздан имкон қадар тез чиқиш, унинг оқибатларини енгиллаштириш жаҳон ҳамжамияти томонидан қабул қилинаётган чора-тадбирларнинг нечоғли самарадорлигига, уларнинг ўзаро уйғунлигига боғлиқдир.

Ҳозирги кунда жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози илмий музокараларнинг бош мавзусига айланган бўлиб, унинг моҳияти, сабаб-оқибатлари, иқтисодиётнинг реал секторларига трансформацияланишини тадқиқ қилиш,

¹ Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари. – Т.: Ўзбекистон, 2009, 5-6-бетлар.

юзага келган вазиятдан чиқиш йўлларини излаш муҳим аҳамият касб этади.

Бу борада Президентимизнинг «Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари» асари барча иқтисодчи олимлар учун дастуриламал бўлиб, унда жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг келиб чиқиш сабаблари, оқибатлари ва унинг Ўзбекистон иқтисодиётига таъсирини камайтириш йўллари чуқур ва атрофлича таҳлил қилинган. Инқирознинг мамлакатимиз иқтисодиётига таъсирини юмшатишга қаратилган «Инқирозга қарши чоралар дастури»ни ишлаб чиқишга йўналтирилган амалий тавсиялар берилган.

Мазкур монографик тадқиқот жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг моҳияти ва сабабларини очиб бериш, жаҳондаги инқирозга қарши чораларнинг амалий аҳамиятини баҳолаш, Ўзбекистонда унинг салбий таъсирига барҳам беришга қаратилган чораларнинг мазмун-моҳиятини тушунтиришни ўз олдига мақсад қилиб қўйган.

Ушбу монография барча иқтисодий йўналиш ва мутахассисликларда таълим олаётган бакалавр, магистрлар, аспирантлар, мутахассис-амалиётчилар ва молиявий-иқтисодий инқироз масалалари билан қизиқувчиларга мўлжалланган.

1-БОБ.

ЖАҲОН МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ ИНҚИРОЗИНИНГ САБАБЛАРИ, ХУСУСИЯТЛАРИ ВА НАЗАРИЙ-КОНЦЕПТУАЛ АСОСЛАРИ

1.1. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг моҳияти ва сабаблари

XX аср бўсағасида жаҳон иқтисодиётида сезиларли даражада йирик глобал номувофиқликларнинг юзага келиши глобал иқтисодиёт юз тутиши мумкин бўлган рискларнинг дастлабки белгиси эди. Бир қатор саноати ривожланган мамлакатларда ташқи қарзнинг ортиши, ортиқча рискни ўз зиммасига олиш ва рискни бошқаришдаги нуқсонлар молия секторида молиявий активлар, реал активлар баҳосининг ҳолисона шаклланишига салбий таъсир қилди.

Фикримизча, сўнги ўн йилликда авж олган глобал номувофиқликларнинг кенгайиши замирида ҳозирги жаҳон молиявий инқирознинг бир қатор макроиқтисодий илдизлари мужассамдир. Бу ўринда қуйидаги омилларга алоҳида эътибор қаратиш лозим, деб ҳисоблаймиз:

– бир қатор индустриал давлатларда молиявий инновацияларнинг тез суръатларда ривожланиши, молиявий маҳсулотларнинг такомиллашиши қулай шартларда ички ва ташқи молиялаш манбалари орқали истеъмол мақсадларидаги қарздорликнинг ошишига олиб келди;

– ўтиш иқтисодиёти ва айрим ривожланаётган давлатларда молиявий секторнинг етарли даражада ривожланмаганлиги ортиқча жамғармаларнинг индустриал давлатлар иқтисодиётидаги дефицитни молиялаштиришга йўналтирилишига сабаб бўлди;

– халқаро валюта тизимидаги ассимметрия: Бреттон Вудс тизими таназулидан сўнг индустриал давлатлар валюта курсининг эркин сузиш режимини жорий этгани

ҳолда, ривожланаётган давлатларнинг аксарияти соф эркин сузиш режимини сақлай олмади, балки бошқариладиган сузиш режимидан борди. Шу туфайли ҳам мазкур тизим «Бреттон Вудс II» деб эътироф этилганди. Ушбу тизимда АҚШнинг йирик жорий операциялар дефицити бошқа мамлакатларнинг экспортга асосланган иқтисодий ўсишининг бош манбаи бўлиб, мазкур давлатлар, ўз навбатида, АҚШ доллари ва АҚШ долларарида деноминацияланган молиявий активларни харид қилиш орқали АҚШ дефицитини молиялаштирадилар ва оқибатда бу ҳолат АҚШ ташқи қарзининг янада ошишига сабаб бўлди.

Ҳозирги глобал молиявий-иқтисодий инқирознинг келиб чиқиш сабаблари борасида иқтисодчи олимлар, экспертлар, сиёсат арбобларининг қарашларида турлича ёндашувлар кўзга ташланади. Айримлар мазкур инқирозда АҚШ ҳукумати фаолиятини айблаш билан чекланса, қолганлар инқироз сабабларини олтин стандартидан воз кечиш, Алан Гринспэннинг АҚШ Федерал захира тизими бошқарувидаги номувофиқ пул-кредит сиёсати ва бозор иқтисодиёти тизимининг камчилиги кабилардан қидирмоқда.

Шу билан бирга, ҳозирги жаҳон молиявий инқирозининг замирида фундаментал, хусусан, макроиқтисодий, микроиқтисодий ва институционал омиллар ётганлигини қайд этиш лозим. Фикримизча, бунда бош макроиқтисодий сабаб АҚШ иқтисодиётидаги ортиқча ликвидлилик муаммоси бўлиб, буни келтириб чиқарувчи асосий омилларни қуйидагича таснифлаш мумкин:

– 1997-1998 йиллардаги инқироздан сўнг ривожланаётган давлатларга нисбатан умумий ишончнинг пасайиши;

– қатор мамлакатлар томонидан валюта захиралари ва нефть доллари жамғармаларининг АҚШ қимматли қоғозларига инвестиция қилиниши. Жаҳон иқтисодиётида сезиларли даражада юқори дисбаланс, номувофиқликнинг мавжудлиги, хусусан, Хитой савдо балансида

йирик миқдордаги профицит, АҚШда эса, аксинча катта миқдордаги дефицит сақланиб қолмоқда (1.1.1-жадвалга қаранг). Ажабланарлиси, АҚШ савдо баланси дефицитининг қарийб 90 фоизи Хитой, Япония, Германия ва Араб давлатлари савдо балансидаги профицит ҳисобидан қопланмоқда. Бундан ташқари, 10 та Осиё давлатига жаҳон халқаро валюта захираларининг 59 фоизи (3,4 триллион АҚШ доллари) тўғри келмоқда. АҚШ ҳукумати қарз мажбуриятларининг 44 фоизига хорижликлар эгаллик қилмоқда;

– 2001-2003 йилларда АҚШ иқтисодиётидаги циклик пасайишнинг олдини олишга қаратилган паст фоиз ставкалари сиёсати. АҚШ ФЗТнинг собиқ раиси Алан Гринспэннинг керагидан ортиқ экпанцион пул-кредит сиёсати натижасида Федерал захира тизими дисконт ставкасини тарихий паст даражага тушишини ва керагидан ортиқ шу ҳолатда узоқ муддат сақланишини таъминлади.

1.1.1-жадвал

Дунёнинг айрим мамлакатлари ташқи савдо сальдосидаги ўзгаришлар (млрд. АҚШ доллари)²

Мамлакатлар	1996 й.	2007 й.
Ривожланган мамлакатлар, жами	46,2	-798,8
АҚШ	-120,2	-855,8
Япония	65,4	91,8
Европа Иттифоқи	88,5	-228,0
Бошқалар	12,5	202,2
Ривожланаётган мамлакатлар, жами	-87,5	509,7
Хитой	7,2	262,1
Яқин Шарқ	5,9	311,0
Бошқалар	-100,6	-363,3

² ХВФ маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

Ортиқча ликвидлик таъсирида кўчмас мулк, акция ва хом ашё товарлари бозорида турли хил активларнинг сохта, юқори баҳоланиши юз берди ва бу, ўз навбатида, жаҳон молиявий инқирози механизмининг таркибий қисмига айланди. Тадқиқотлар кўрсатишича, узоқ муддатли даврий ораликда кредит экспансиянинг амалга оширилиши молиявий инқирознинг юзага келишига замин ҳозирлайди. Демак, 2007-2008 йилларда амалга оширилган пул-кредит сиёсатидаги камчиликлар боис инқироз ривожланиши рискининг ортганлигини ҳам назардан қочирмаслик керак.

Шунингдек, инқироз ривожланишига микроиқтисодий омил ҳисобланмиш янги молиявий инструментлар, авваламбор, тузилмавий ҳосила облигациялари бозори ривожланиши ҳам ўз ҳиссасини қўшган. Аслида, молиявий ҳосила инструментларини ривожлантиришдан мақсад рискни инвесторлар ўртасида тақсимлаш орқали камайтиришдан иборат эди. Ваҳоланки, ҳосилавий инструментлардан фойдаланиш амалиётининг ривожланиши паст сифатли субстандарт кредитлар билан боғлиқ рискларнинг асл қиёфаси беркитилиши ва инвесторларнинг кенг оммасига етарлича шаффоф бўлмаган тарзда тақсимланишига олиб келди.

Қолаверса, тартибга солувчи органлар ва рейтинг агентликлари томонидан рискни етарли даражада баҳоланмаслигини, АҚШнинг Федерал уй-жой ипотека кредитлари корпорацияси (Freddie Mac) ва Федерал миллий ипотека ассоциацияси (Fannie Mae), шунингдек, АҚШ инвестицион компаниялари капиталининг сезиларли даражада кичиклигини молиявий инқирозни келтириб чиқарувчи институционал омиллар қаторига қўшиш мумкин.

Бироқ қўпчилик иқтисодчи олимлар ва экспертлар ҳозирги жаҳон молиявий инқирозининг ибтидоси ҳисобланган АҚШ ипотека кредити бозоридаги танглик ҳолатини асосий сабаб сифатида эътироф этишмоқда. АҚШ

ипотека кредити бозоридаги инқироз замирида ҳам бир қатор жиддий сабаблар ва омиллар мужассамлигини эътибордан четда қолдирмаслик лозим. Бундай омиллар сирасига қуйидагиларни киритиш мумкин, деб ҳисоблаймиз:

а) кредит бериш амалиётининг ўта қулайлиги. Фоиз ставкасининг пастлиги, молия муассасалари томонидан тақдим қилинган ипотека кредитлари ҳажмининг юқорилиги ва айниқса, қўзғалмас мулк, уй-жой баҳосининг ошиши истеъмолчиларни уй сотиб олишга рағбатлантирди;

б) кредит бериш шартларининг соддалаштирилиши. Ипотекага нисбатан ўсиб бораётган талабни қондириш мақсадида кредит берувчи ташкилотлар кредит бериш шартларини соддалаштиришга киришишди ва йирик миқдордаги ипотека кредитларини муомалага чиқаришди;

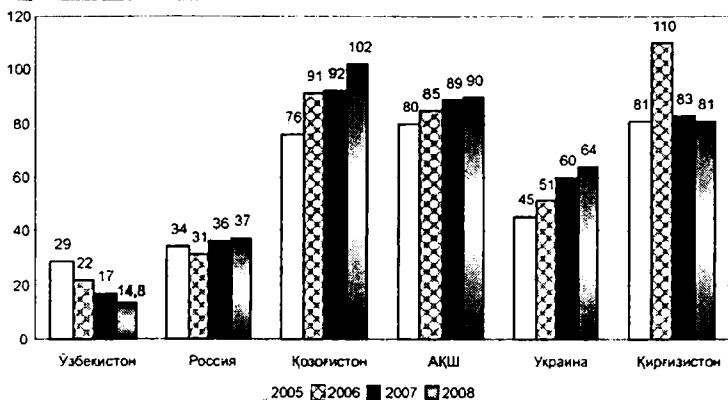
в) тартибга солишнинг ноадекватлиги. Амалдаги тартибга солиш тизими мураккаб тузилиш, паст даражадаги шаффофлик ва юқори риск билан характерланувчи АҚШ молиявий маҳсулотларидаги инновацияларга жавоб бера олмади;

г) кредит рейтинг агентликлари: Moody's, Standard & Poors ва Fitch каби рейтинг агентликлари рискли ипотекага асосланган қимматли қоғозларга AAA рейтингини бериш орқали жаҳон молиявий инқирозига сезиларли ҳисса қўшган, деб ҳисобланмоқда;

д) банк капиталини тартибга солиш: айрим экспертлар банк капиталини халқаро тартибга солишни (Базель I ва II) инқироз сабабларидан бири сифатида эътироф этишмоқда. Зеро, банк капиталини тартибга солиш банкларни катта миқдорда рискли кредитлар бериш учун етарли даражада капиталга эга бўлишини талаб этар экан, уларни юқори рискли активларини секьюритизациялаб, қимматли қоғозларга айлантиришга ва инвесторларга сотишга рағбатлантирган. Шунингдек, ҳукумат кафолати берилган мазкур ипотека қимматли қоғозлари рискка тортилган

активлар қаторига кирмаганлиги туфайли, тижорат банклари учун қулай ва фойдали инвестицияга айланган эди. Чунки банк капитали етарлилигини аниқлашда рискка тортилган активлар миқдори билан ҳисоблашилади, ҳукумат кафолати остидаги ипотека кредитлари банк капитали етарлилиги талабларининг бузилишига заррача таъсир қилмайди.

Бундан ташқари, халқаро амалиёт кўрсатишича, ташқи қарзнинг мўътадил даражадан ортиши ҳам тўлов баланси билан боғлиқ инқирозларнинг кучайишига сабаб бўлади. 1.1.1-расм маълумотларидан маълумки, АҚШ ташқи қарзининг ЯИМга нисбатида ўсиш тенденцияси кузатилган. 2008 йил якунига кўра, МДХ давлатларидан Қозоғистон ва Қирғизистонда ташқи қарзнинг ЯИМга нисбати кўрсаткичи сезиларли даражада юқориликгича қолмоқда. Украинада ҳам бу кўрсаткич ўсиш тенденциясига эга бўлиб, 2008 йилда 64 фоизни ташкил этган.



1.1.1-расм. Жаҳондаги айрим давлатлар ташқи қарзнинг ЯИМга нисбатан динамикаси, %да

2007 йилнинг август ойида АҚШ ипотека кредитлари бозорида авж олган танглик ҳолати молиявий глобаллашув кўмагида тизимли молиявий инқирозга айланиб кет-

ди. Бу жараёнда йирик банклар ва молиявий институтларнинг ликвидлиги ва тўловга қобилияти кескин даражада заифлашди. Узоқ муддат давомида АҚШ молиявий муассасалари ёмон кредит тарихига эга бўлган қарз олувчиларни агрессив равишда кредитлаб келишди. Бу кредитлар, ўз навбатида, «пакетланиб», бутун дунё инвесторларига сотилди. Бунда гаров таъминоти турли хил даражада бўлган кредитлар асосида ипотека қимматли қоғозлари чиқарилди ва мазкур қимматли қоғозлар юқори инвестиция рейтингига эга бўлганлиги билан ҳам хорижий инвесторлар учун жозибадор эди.

Ипотека кредитларини олган банк мижозлари асосий қарз ва фоиз тўловларини тўлашда муаммоларга юз тутгач, молиявий институтлар балансидаги активларида юз берган қисқаришларни ўз маблағлари ҳисобидан қоплашларига тўғри келди. Чунки ипотека кредитларининг гаров таъминоти ҳисобланган уйлар баҳоси сезиларли даражада пасайган ва пропорционал равишда гаров қийматининг пасайиши ва ушбу кредитларнинг муаммоли кредитлар гуруҳига киритилишига сабаб бўлди.

Мазкур кредитлар бўйича зарарлар кутилмаган даражада йириклашгандан сўнг, маълум бўлдики, ушбу кредитлар пакетига инвестиция қилган инвесторлар етарли даражада паст баҳоланган рискка эга эдилар.

Бунда инвесторларни айблаш ҳам бироз ноўрин бўлади. Зеро, АҚШнинг Федерал уй-жой ипотека кредитлари корпорацияси (the Federal Home Loan Mortgage Corporation – Freddie Mac) ва Федерал миллий ипотека ассоциацияси (the Federal National Mortgage Association – Fannie Mae) томонидан тўловга ноқобил мижозларга ёрдам бериш мақсадида юқори рискли кредитлар харид қилинган ва кафолатланган. АҚШ ҳукумати томонидан кафолатланган мазкур ссудалар инвестиция банкларига қайта сотилган. Инвестиция банклари эса, ўз навбатида, рисксиз актив сифатида ушбу ссудаларни чет эл инвесторларига сотишга муваффақ бўлган.

Энди АҚШнинг Федерал уй-жой ипотека кредитлари корпорацияси (Freddie Mac) ва Федерал миллий ипотека ассоциацияси (Fannie Mae) хусусида батафсилроқ тўхталсак. Юридик жиҳатдан бу икки ташкилот ҳукумат ҳомийлиги остидаги корхоналар (government sponsored enterprises) ҳисобланади. Бошқача айтганда, уларнинг капиталида федерал ҳукуматнинг иштирок этиши, хусусий банкларга уй-жой сотиб олишга берилган кредитлар бўйича ҳукумат кафолати мавжудлигини англатади, яъни зарурат туғилганда, давлат ёмон қарзларни қоплайди. Бундан ташқари, АҚШ ипотека бозорини бошқарувчи тўлиқ давлат ташкилотлари ҳам мавжуд бўлиб, уларга Федерал уй-жой маъмурияти (Federal Housing Administration) ва Ҳукумат миллий ипотека ассоциацияси (Government National Mortgage Association – Ginnie Mae) тааллуқлидир. Мазкур ташкилотлар бевосита Федерал уй-жой ва шаҳар тараққиёти Бошқармаси раҳбарлиги остида фаолият юритади. Шунингдек, уй-жой ипотека кредитлари бериш билан 11 та ихтисослашган банклар шуғулланган.

1996 йилда АҚШда Федерал уй-жой ва шаҳар тараққиёти Бошқармаси (The department of Housing and Urban Development) Fannie Mae ва Freddie Mac га ипотекани молиялаштириш учун мақсадли мўлжални белгилаб берди. Унга мувофиқ, Fannie Mae ва Freddie Mac томонидан молиялаштириладиган ипотека кредитларининг 42 фоизи ҳудуддаги ўртача даромаддан паст даромадга эга бўлган қарздорларга ажратилиши лозим эди. Бу мақсадли мўлжал 2000 йилда 50 фоизга, 2005 йилда эса, 52 фоизга оширилди. Бундан ташқари, 1996 йилда Федерал уй-жой ва шаҳар тараққиёти Бошқармаси Fannie Mae ва Freddie Mac томонидан харид қилинган барча ипотека кредитларининг 12 фоизи ҳудуддаги ўртача даромаднинг 60 фоизидан кам даромадга эга бўлган қарздорларга берилган кредитлар бўлишини талаб этарди. Мазкур кўрсаткич 2000 йилда 20 фоизга, 2005 йилда эса, 22 фо-

изга оширилди. 2008 йилга мўлжалланган мақсадли кўрсаткич 28 фоиз этиб белгиланган эди³.

Ипотека кредитлари бозорига давлатнинг сезиларли даражада аралашуви натижасида «иккинчи навли» (subprime) ипотека кредитлари ҳажми кескин ошди. Масалан, берилган барча ипотека кредитларининг 17 фоизигина инвестиция сифатида иккинчи, учинчи уйларни сотиб олган молиявий аҳволи барқарор америкаликларга тўғри келган.

АҚШ ипотека бозоридаги тангликнинг юзага келишига кредит муассасалари ўртасидаги рақобатнинг кескинлашуви ҳам ўз таъсирини ўтказган. Чунки ипотека кредити бериш учун қулай вазият вужудга келган эди. Уйларнинг баҳолари ошиб борар экан, ипотека кредитларини берувчи муассасалар гаров таъминоти ҳам яхшиланиб борарди, кредит олган томон ҳам ошган баҳода уйини сотиб, қарздан қутулишига ишончи комил эди. Бу қулай вазият кредит муассасаларини мижознинг кредит қобилиятини қаттиқ мониторинг қилмасдан ҳам кредитлар ажратишга ундар эди.

Ипотека кредитлари муаммоси, даставвал АҚШнинг муаммоси, бироқ кредитлар АҚШ ташқарисидаги бошқа инвесторларга ҳам сотилган экан, бу инқироз глобал тус олиши муқаррар эди. Ипотека кредитлари бўйича зарарлар кузатилиши билан банклар ва бошқа молия муассасалари бир-бирларига кредит беришда ҳам ўта эҳтиёткор бўлиб қолдилар. Улар ўз мажбуриятларини қоплаш учун ликвидлиликни сақлаб туришга уриндилар. Мазкур ҳолат фоиз ставкаларининг ошиши учун замин яратди.

Бундай шароитда бир қатор марказий банклар банклараро бозорни ликвидлилик билан таъминлаш пайида бўлади. Марказий банкнинг аралашуви маълум маънода кўзланган самарани бериши мумкин, аммо банклар ўрта-

³ Schwartz A.J. Origins of Financial market Crisis of 2008 // www.federalreserve.com.

сидаги ўзаро ишончсизликни батамом бартараф этиш, айтиш мумкинки, ўта мушуқ масалага айланади.

Ипотека инқирози кредит деривативлари, шунингдек, ссудалар бозоридаги молиявий рискларнинг қайта баҳоланиши жараёнининг жадаллашишига сабаб бўлди. Шундай бўлса-да, фаол савдо бозорларига эга бўлмаган маълум молиявий инструментларнинг қийматини баҳолашга доир сезиларли ноаниқликлар сақланиб қолмоқда. Бу шароитда, молия муассасалари кредитлаш амалиётини кенгайтиришга нисбатан бефарқ муносабатда бўлмоқда.

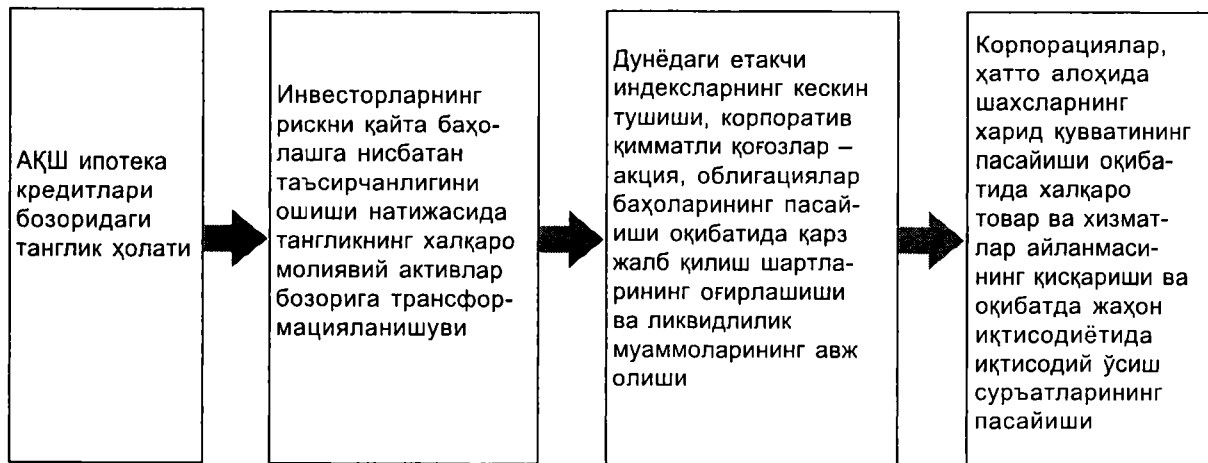
Молиявий инқирознинг тарқалиши глобал иқтисодий ўсиш суръатларига нисбатан салбий таъсирни юзага келтирди. Нафақат молиявий сектор, балки иқтисодиётнинг реал секторидида ишлаб чиқаришнинг пасайиши кузатилди (1.1.2-расмга қаранг). 2008 йилнинг октябрь ойига келиб, GM, Ford ва Toyota каби автомобиль ишлаб чиқарувчи компаниялар савдо ҳажмида мос равишда 45%, 30% ва 23% пасайиш кузатилган⁴.

Биргина АҚШда 2008 йилнинг январь-сентябрь ойлари мобайнида иш ўринлари 760 мингтага қисқартирилган. 2008 йилнинг сентябрь ойидан буён эса, молиявий секторда 111000 киши, автомобиль саноатида 95000 киши, транспорт соҳасида 62000 киши, чакана савдода 51000 киши ва телекоммуникация соҳасида 28 000 киши ишсизлар сафидан ўрин олган⁵. Бутун йил давомида эса, 2,6 млн. иш ўрни йўқотилган ва ишсизлик даражаси 7,2 фоизга етган. Бу эса 1992 йилдан буён кузатилган энг юқори кўрсаткичдир.

2008 йил мобайнида АҚШда молиявий инқироз оқиба-тида 25 та тижорат банкининг банкротга учраб ёпилиши кузатилган. Биргина 2009 йилнинг январь ойида эса, яна 3 та банк (1st Centennial, National Bank of Commerce, Bank

⁴www.grailresearch.com_Download.aspx_DownloadUrl=_PDF_ContentPodsPdf_Global_Financial_Crisis.

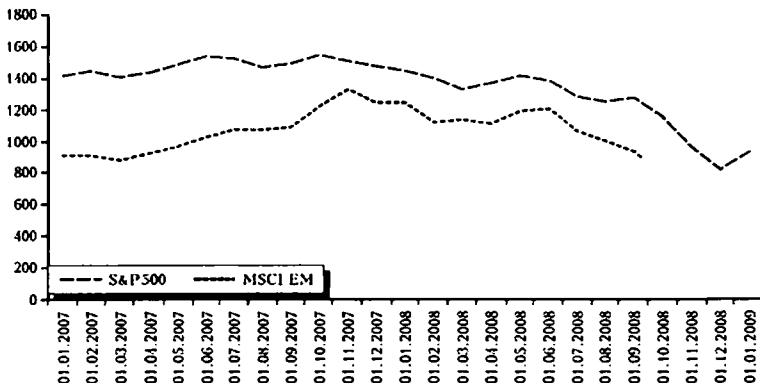
⁵ "U.S. layoffs increase as business confront crisis", IHT, Oct 26, 2008.



1.1.2-расм. Молиявий инқирознинг глобаллашуви

of Clark County) таназзулга юз тутган банклар сафига қўшилди.

АҚШ иқтисодиётидаги ҳолат ривожланган ва ривожланаётган давлатлар фонд бозорларига сезиларли даражада салбий таъсир кўрсатди. 1.1.2-расмда Американинг асосий фонд индексларидан бири ҳисобланган S&P 500 ва ривожланаётган бозорлар учун фонд индекси ҳисобланувчи MSCI EM нинг 2007-2008 йиллардаги динамикаси акс эттирилган.



1.1.3-расм. АҚШ ва ривожланаётган бозорлар фонд индекслари (Манба: Bloomberg)

2008 йил мобайнида S&P 500 ва MSCI EM индексларининг мос равишда, қарийб 40 ва 50 фоизга пасайиши кузатилган. Бу ҳолат эса ривожланаётган бозорларга кiritилаётган капиталлар ҳажмининг кескин пасайиши, глобал ишончсизлик муаммолари билан изоҳланади.

Бундан ташқари, 2008 йилнинг охирига келиб, дунёнинг асосий фонд индекслари ҳисобланган Bovespa, Nikkei 225, FTSE, Shanghai comp, RTSларнинг бирдек пасайиш тенденцияси кузатилган (1.1.2-жадвалга қаранг).

11.2639



2007-2008 йилларда асосий фонд индексларининг динамикаси⁶

	31.07.2007	31.08.2007	30.09.2007	31.12.2007	31.01.2008	29.05.2008	29.08.2008	29.09.2008	31.10.2008	26.11.2008
S&P 500 (АҚШ)	100	101,2	104,9	100,9	94,7	96,2	89,3	80	70	64,2
Bovespa (Бразилия)	100	99,9	111,4	117	105,7	130,9	101,6	90,4	73,2	71,6
Nikkei 225 (Япония)	100	96,1	97,3	88,7	78,8	83,1	75,8	65,3	47,7	45,7
FTSE (Буюк Британия)	100	99,1	101,7	101,5	92,4	95,2	88,6	77,1	70	66,4
Shanghai comp (Хитой)	100	116,7	124,2	117,7	98	76,8	53,6	51,3	38,7	42,4
RTS (Россия)	100	97,9	105,6	116,8	97,2	125,4	83,9	61,8	40	34,1

⁶ Москва банклараро валюта биржаси ва Россия Энергетика ва молия институти ҳисобот маълумотлари асосида тузилган.

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шароитида ажабланарли ҳолатларга кўплаб мисолларни келтириш мумкин. Масалан, рублдаги банклараро кредитлар ставкаси 2009 йилнинг 23 январиди тарихий рекорд даражага – 23,33 фоизга етган. Марказий банкнинг РЕПО аукционлари ҳажми мазкур санада 599,6 млрд. рублни ташкил этган. Рублнинг қадрини ушлаб туриш мақсадида Россия Марказий банки томонидан амалга оширилган интервенция натижасида халқаро валюта захиралари 200 млрд. АҚШ доллари атрофида камайган. Ажабланарлиси, биргина 2009 йилнинг 9-16 январь кунлари валюта захираларининг 30 млрд. АҚШ долларига қисқариши юз берган.

Таъкидлаш лозимки, ХВФ ипотека инқирози туфайли банклар томонидан кўрилган зарарлар борасидаги тахминларини оширди, яъни ҳозирда бу кўрсаткич 1,4 триллион АҚШ долларини (2008 йил апрелдагига нисбатан 455 млрд. АҚШ долларига кўпроқ) ташкил этади⁷.

Тадқиқотлар натижаларига асосланиб, жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози ривожланиши жараёнида қуйидаги тўрт босқични босиб ўтганлигини эътироф этиш мумкин:

1. Англосаксон молия инқирози (2007 йил, баҳор – 2008 йил, март). Биринчи босқич АҚШ ипотека бозоридаги муаммоларни вужудга келишидан бошланади ва АҚШнинг энг йирик ипотека банкларидан ҳисобланган Bear Sterns банкни қутқариш билан тугалланади.

2. «Ажратиш» (2008 йил, март-август). Инқироз аста-секин барча тараққий этган мамлакатларга тарқала бошлайди, аммо ривожланаётган бозор мамлакатлари ривожланган мамлакатларни олиб чиқиб кетиш омили бўлади, деган умид сақланиб қолади.

3. Кредитнинг сиқилиши (2008 йил, сентябрь-ноябрь). Ривожланаётган бозорлардаги инқироз жадал ривожла-

⁷ Интернет маълумотлари (www.imf.org).

ниб, тараққий этган мамлакатларда рецессиянинг бошланганлиги расман тан олинади. Асосий муаммолар молия секторида жамланади ва кўпчилик мамлакатларда банк тизими инқирози хавфи вужудга келади.

4. Пул эмиссиясини ишга тушириш (2008 йил ноябридан ҳозирга қадар). Кўпчилик мамлакатлар ҳукуматлари ишлаб чиқариш инқирозига йўл қўймаслик мақсадида монетар ва фискал характерга эга бўлган пул таклифини кенгайтириш ва талабни рағбатлантиришга қаратилган турли чора-тадбирларни қўллайди. Кейнсчилик кун тартибдаги асосий шиорга айланади.

Глобал молиявий инқироз сўнги 20 йилликда юз берган молиявий либераллаштириш ва асосан АҚШ томонидан шакллантирилган ортиқча глобал ликвидлик меваси ҳисобланади. Шунингдек, молиявий секторда юз берган радикал ўзгаришларни ҳам эътибордан четда қолдирмаслик лозим. Бошқача айтганда, депозитларни жалб қилиш ва ссудалар бериш билан шуғулланувчи банклар халқаро молия тизимидаги асосий агент ролини бажара олмай қолди, яъни активлар секьюритизациясига асосланган янги модел («Originate & Distribute») инвестиция банкларини (банклар ва инвесторлар ўртасидаги янги воситачиларни) тақозо этади. Бу тижорат банкларига мазкур активларни, асосан ипотека кредитларини қайта гуруҳлаш ва гаров таъминоти ипотека кредитлари учун фоиз ҳамда асосий тўловлар ҳисобланган қарз мажбуриятлари сифатида молия бозорида сотиш имконини берди. Капиталларнинг эркин ҳаракати эса, бундай қарз мажбуриятларининг дунё бўйлаб тарқалишига замин яратди.

Ҳозирги жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози ривожланишини тадқиқ қилиш баробарида унинг бир қатор ўзига хос хусусиятлар касб этаётганлигини эътироф этиш мумкин. Хусусан:

– биринчидан, тараққий этган мамлакатлардан бошланиб, инқироз жуда катта масштабга эга бўлиб, барча давлатлар ва ҳудудларни қамраб олмоқда;

– иккинчидан, ушбу инқироз таркибий характерга эга, яъни жаҳон иқтисодиёти таркиби ва унинг технологик базасида жиддий янгиланишни тақозо этмоқда. Таркибий ўзгаришлар туфайли ишлаб чиқариш кучлари тармоқ ва ҳудудлар бўйича қайта тақсимланади;

– учинчидан, инқироз инновацион характерга эга. Сўнгги йилларда молия-иқтисодиёт соҳасида молиявий инновация билан боғлиқ молия бозорининг янги дастаклари (деривативлар) вужудга келди ва улар жаҳон иқтисодиётини барқарор ривожланишини таъминлаш ўрнига инқирозга олиб келди.

Хусусий манфаатларнинг миллий манфаатлардан устунлиги, молия спекулянтларининг ўз даромадларини фонд бозорини барқарорлашувига зарар келтириш ҳисобидан максимал кўпайтириши ялпи ички маҳсулотнинг ўсиши билан молия дастаклари ўртасида диспропорцияга олиб келди. 2007 йил декабрь маълумотларига кўра, жаҳон иқтисодиётида молия дастаклари орқали биржадан ташқари бозорда амалга оширилган ҳамма шартномаларнинг бозор қиймати 14,5 трлн. АҚШ долларини ва шу дастаклар орқали деривативлар бозорида амалга оширилган айланма 596 трлн. АҚШ долларини ташкил этган, яъни 41 марта кўп бўлди. Ҳисобкитобларга кўра, жаҳонда хорижий валюта орқали амалга оширилган алмашув шартномаларининг борйўғи 2 фоизи реал иқтисодиёт, ялпи ички маҳсулот билан боғлиқ. Қолган ликвидлик эса молия кўпиги учун хизмат қилди.

Жаҳон банки маълумотларига кўра, 2007 йилда жаҳоннинг ЯММ 52,6 трлн. долл.ни, жаҳон молия бозорида амал қилаётган деривативлар қиймати эса 600 трлн. долл.ни ташкил этди.

Фикримизча, тадқиқот натижаларига асосланиб, жаҳон молиявий инқирози келиб чиқишининг асосий сабаблари сифатида қуйидагиларни эътироф этиш мумкин:

– йирик ривожланган мамлакатларнинг кўп йиллар

давомида давлат бюджети тақчиллиги ва салбий ташқи савдо балансига эгаллиги;

– давлат ташқи қарзи миқдорининг ЯИМга нисбатан ўсиш суръатлари жадаллашиши;

– нораціонал пул-кредит сиёсати ҳамда қайта молиялаш ставкасининг сурункали равишда паст даражада ушлаб турилиши натижасида қарзга яшаш кундалик одатга айланиши;

– ипотека кредитлари бериш талабларининг асоссиз бўшаштириб юборилганлиги ва уй-жой бозорида нархларнинг қисқа муддат ичида кескин ўсиши;

– молиявий институтларнинг мажбуриятларига нисбатан устав маблағларининг мутаносиблигининг кескин бузилиши;

– қимматбаҳо қоғозлар бўйича рейтинг ташкилотлари томонидан сохта хулосалар берилиши;

– молиявий аудит ва профессионал этика тамойилларининг бузилиши ва сохта аудит хулосалари тақдим этилиши;

– юқори рискли ва мураккаб ҳосилавий қимматбаҳо қоғозларнинг вужудга келиши ва уларни тартибга солишнинг самарали тизими шакллантирилмаганлиги.

Умуман олганда, молиявий инқироз АҚШдаги ипотека инқирозидан рағбат олган ҳолда, глобал ишонч ва ликвидлилик муаммосига айланиб кетди. Бу ҳолат домино эффекти сингари бир молиявий муассасадан бошқасига, бир мамлакатдан бошқа мамлакатга ёйилиши табиий эди.

1.2. Глобал молиявий инқироз шаклланишининг назарий-концептуал асослари

Ҳар қандай жараён ёки ҳодиса тадқиқини унинг тушунчаси, категориясини аниқлашдан бошлаш масала моҳияти ва хусусиятларини чуқурроқ англашга имкон яратади. Шу сабабли, ҳозирги жаҳон молиявий-иқтисодий инқ-

ирозининг моҳиятини тўлақонли англаш учун ҳам иқтисодий ва молиявий инқироз тушунчаларини билиш, уларни фарқлай олиш муҳим саналади.

Иқтисодий инқироз – товар ва хизматларга бўлган талаб ва таклиф ўртасидаги мувозанатнинг бузилиш ҳолатидир. Иқтисодий инқирознинг оқибатлари сифатида реал ялпи миллий маҳсулотнинг камайиши, оммавий банкротлик ва ишсизлик, аҳоли турмуш тарзининг пасайиши кабиларни келтириш мумкин.

Иқтисодий инқироз (рецессия) – иқтисодиётнинг шундай ҳолатики, мамлакат ялпи ички маҳсулотининг мутлоқ ҳажми камида икки чорак мобайнида кетма-кет қисқаради. Иқтисодий инқироз бозор иқтисодиётига хос ҳодиса бўлиб, маълум даврийлик билан такрорланиб туради.

Умуман олганда, иқтисодий назарияда иқтисодий инқироз деганда мамлакат иқтисодий ҳолатининг бирданига ёмонлашуви тушунилиб, у ишлаб чиқаришнинг кескин пасайиши, ишлаб чиқариш алоқаларининг бузилиши, корхоналарнинг банкротлиги, ёппа ишсизлик, миллий валютанинг девальвацияланиши, капиталнинг қочиши, аҳоли турмуш тарзининг пасайиши кабиларда намоён бўлади.

Молиявий инқироз – маълум бир молиявий инструментнинг қиймати кутилмаганда кескин пасайиши, шунингдек, пулнинг етишмаслиги ҳолатини ифодалашда қўлланиладиган тушунчадир. Бундан ташқари, мазкур тушунча молия бозорида, хусусан, фонд бозорида молиявий активлар баҳосининг ноҳолис шаклланиши натижасида юзга келган «совун кўпиклари»нинг «ёрилиши» ҳолатини ифодалашда ҳам қўлланилади.

Молиявий инқироз – бу давлат молия механизмининг тизимли бузилиши бўлиб, бунда инфляция кўрсаткичининг сезиларли даражада ўсиши, қимматли қоғозлар баҳосининг беқарорлиги, бюджет даромадларининг унинг харажатларига нисбатан кескин номувофиқлиги, миллий пул бирлиги алмашув курсининг беқарорлиги ва пасайиши, иқтисодий субъектлар ўртасида тўловсизлик муам-

мосининг кучайиши, капиталнинг мамлакатдан тез суръатларда чиқиб кетиши, муомаладаги пул массасининг пул муомаласи қонуни талабларига мос келмаслиги кабилар кузатилади.

Молиявий инқироз - фонд бозори ҳажмининг 20 % дан ортиқ камайиши, банклараро кредит бозорида фоиз ставкаларининг икки марта ошиши, миллий валюта курсининг 10 % дан ортиқ пасайиши ҳолатидир.

Банк инқирози қуйидаги ҳолатларда содир бўлади, агар:

- ишламайдиган активларнинг банк тизими ялпи активларидаги улуши 10 % дан ортиқ бўлса;

- банк тизимини қутқариш учун сарфланадиган харажатлар қийматининг мамлакат ялпи ички маҳсулотига улуши икки фоиздан ошиқ бўлса;

- банкларнинг банкротлашуви ёки миллийлашуви кузатилса;

- ҳукумат молия бозорлари ва молия институтларини қутқариш учун экстраординар чора-тадбирларни қўлласа;

- ҳамма иқтисодий ва молия инқирозларнинг чуқурлашуви, молиявий ва макроиқтисодий кўрсаткичларнинг пасайишининг давомийлиги халқаро ва миллий доирада содир бўлса.

Бу ўринда молиявий инқироз тушунчасининг шаклланишига нисбатан қарашларни тадқиқ қилишни лозим топдик. Дастлаб даврий иқтисодий инқирозлар тўсатдан бошланганлиги учун ҳам «ваҳима» тушунчаси билан ифодаланар эди. Бирмунча муддат ўтгач эса, ваҳима «депрессия» деб атала бошланди. Албатта, ҳозирги вақтнинг энг машҳур депрессияси – бу 1929 йилда оддий молиявий ваҳимадан бошланиб Иккинчи жаҳон урушига қадар давом этган Буюк депрессиядир. 1929 йилги фожиадан сўнг иқтисодчилар ва сиёсатчилар бу ҳолатни қайта такрорламасликка қарор қилдилар. Бу вазифани самарали ва талафотларсиз бажариш мақсадида фақатгина «депрес-

сия» сўзининг ўзини истеъмождан чиқаришга муваффақ бўлинди. 1937-1938 йилларда навбатдаги оғир депрессия содир бўлганда эса, иқтисодчилар бу сўзнинг ўрнига, янада жарангдор янги «рецессия» тушунчасини муомага киритишди.

Аммо қисқа муддатда «рецессия» сўзи ҳам нозик ҳиссиётли америка оммаси учун бирмунча қўполдек туюлди. Сўнги рецессия 1957-1958 йилларда юз бергани эътиборга олинса, шу пайдан буён молиявий инқироз кўринишида иқтисодий пасайиш, «орқага кетиш», «четлашиш» каби тушунчалар фойдаланила бошланди⁸.

Инқироз хусусидаги адабиётларнинг аксариятида инқирознинг иқтисодий цикллар билан боғланишини кузатиш мумкин. Бироқ таъкидлаш жоизки, циклларга асосланиб инқирозни олдиндан аниқ башорат қилиш ҳеч кимга насиб қилмади. Бундан кўринадики, инқирозни башорат қилиб бўлмайди, аммо уни барча кутадиган бўлса, эртагаёқ рўй беради.

Ўрта асрларда ва янги аср бўсағасида Европа давлатларининг хўжалик ҳаётида иқтисодий ўзгаришларнинг етарли даражада тебранувчанлиги (volatility) кузатилди. Хўжаликнинг фаоллашуви ва ишлаб чиқаришнинг кенгайиш даврининг иқтисодий пасайиш даври билан алмашиши юз берди. Айни пайтда, ишлаб чиқариш суръатларига фавқулодда ёмон ҳолатлар, эпидемиялар, совуқ урушлар, ҳосил етиштиришнинг пасайиши кабилар салбий таъсир қилган. Ўтган асрнинг 50-йиллари охирларига келиб, инглиз иқтисодчи-тарихчиси Т.Эштоннинг VIII асрда Англияда хўжалик фаоллигининг тебранишига бағишланган муҳим тадқиқотлари чоп этилди. Ушбу тадқиқотлардан маълум бўлишича, мазкур даврларда уруш ҳаракатлари, ҳосилдорликнинг тушиб кетиши инқирозни келтириб чиқарувчи асосий омиллар бўлиб, улар ўз на-

⁸ Ротбард М.Н. Экономические депрессии: причины и методы лечения // [www.assessor.ru / forum/index.php?t=925](http://www.assessor.ru/forum/index.php?t=925)

вбатида, озиқ-овқат маҳсулотлари ва муҳим хом ашё товарларининг қимматлашиши ва айна пайтда мамлакат тўлов баланси ҳолатининг ёмонлашувига сабаб бўлган.

«Инқироз» тушунчаси бизнес цикли концепциясининг компоненти бўлиб, даставвал ортиқча ишлаб чиқариш ва капиталнинг ортиқча жамланиши билан тавсифланган. Кейинги даврларда саноат ишлаб чиқаришдаги пасайиш мавжуд маблағларидан маҳрум бўлган ишсизлар сонининг ортиши билан бирга кечди. Айна пайтда қишлоқ хўжалигидан иқтисодий фаол аҳолининг интенсив чиқиб кетиши кузатилди, бироқ бу аҳолининг маълум қисми шаҳарларда қандайдир иш билан банд бўлиши мумкин эди. Бундан ташқари, саноат ишлаб чиқаришнинг пасайиши хом ашё ва иссиқлик ресурсларига нисбатан талаб ва баҳонинг тушиши билан намоён бўлди (оддий акселерацион боғлиқлик).

XX асрда иқтисодий циклларни аниқ далиллар билан даврларга ажратишга бўлган илмий жамоатчиликнинг қизиқиши ортди. Иқтисодчи олим Й. Шумпетер Иккинчи жаҳон урушидан аввал иқтисодий циклларга бағишланган икки томли тадқиқотларини чоп этди. У илмий изланишларида капиталистик иқтисодиётдаги узоқ муддатли тебранишларни инновациялар билан боғлашга муваффақ бўлди⁹. Й.Шумпетер узун циклларни иқтисодий мувозанатнинг бузилиши ва кейинчалик қайта тикланиши жараёни сифатида эътироф этди. Й.Шумпетер ҳар бир цикл ривожланишининг тўрт фазасини ажратиб кўрсатади: юксалиш (гуркираб яшнаш), рецессия, депрессия ва жонланиш.

Унинг фикрича, юксалиш фазаси ташаббускор тадбиркорлар томонидан янги товарлар ва техникалар ишлаб чиқаришнинг жорий этилиши, янги бозорлар ва хом ашё манбаларининг очилиши, хўжалик юритишнинг янги усул-

⁹ Shumpeter J. Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process. N.Y., 1939. – pp. 70.

лари жорий этилиши ва натижада юқори даромад олиш кабилар билан белгиланади. Самарали ва прогрессив инновацияларнинг жорий қилиниши ўзаро алоқадор тармоқларни қамраб олади ва бу жараёнга кўп сонли тадбиркорлар жалб этилади. Оқибатда иқтисодиёт мувозанат ҳолатидан чиқади ва иқтисодий ўсиш суръатлари тезлашади. Рецессия эса иқтисодиётнинг мувозанат ҳолатига қайтишига сабаб бўлади. Й. Шумпетер фазалар алмашилиши сабабини тадбиркорлар томонидан олинандиган юқори фойданинг инновациялар ишлаб чиқаришни қанчалик тўлиқ қамраб олишига қараб тарқалишида (тадбиркорлар ўртасида бўлинишида) кўради. Депрессия фазасининг юзага келиши эса иқтисодиётнинг ўсиш суръатларини орқага кетишига нисбатан реакцияси ва шартшароитларнинг янада ёмонлашуви кутилиши билан изоҳланади. Жонланиш фазаси инновацияларнинг жамланиши натижасида иқтисодиётнинг қайтадан мувозанат ҳолатига қайтишига замин яратади¹⁰.

Й. Шумпетердан ташқари рус иқтисодчи олими Н.Д. Кондратьев ҳам қарийб ярим асрлик даврга эга бўлган узун цикллар гипотезаси билан иқтисодий циклларни даврларга ажратишда муҳим ўрин эгаллайди.

Н.Д. Кондратьев жаҳон ҳамжамияти ишлаб чиқариш кучларининг янги, ривожланишнинг янада юқорироқ даражасига ўтишини кўзда тутиб, мазкур циклларнинг амал қилиш механизмини ҳам асослашга муваффақ бўлди. Унинг илмий изланишида цикл икки: кўтарилиш ва пасайиш фазаларига ажратилади. Бу цикллар асосида ётувчи капиталнинг жамланиши, марказлашуви, бўлиниши ва қадрсизланиши механизми бозор иқтисодиёти ривожланишининг муҳим омили ҳисобланиб, циклнинг пасайиш тўлқинидан кўтарилиш тўлқинига ўтиши ва ўз навбатида, янги циклнинг кўтарилиш фазасига ўтишини таъминлашга хизмат қилади.

¹⁰ Шумпетер Й. Теория экономического развития. М., 1982. С. 386.

Н.Д. Кондратьев фикрича, асосий моддий бойликлар (саноат иншоотлари, инфратузилмавий қурилмалар), ишлаб чиқаришнинг амалдаги техник усулларига хизмат қилувчи малакали ишчи кучи натура ва пул кўринишида йирик ресурсларни тақозо этади. Ишлаб чиқаришнинг амалдаги технологик усулларига инвестицияларнинг қисқаришидан сўнг жамланиши маълум вақтни талаб этади ва буни янгилаш циклик характер касб этади.

Узун цикллар ички эндоген механизмнинг асосий элементлари бўлиб, Кондратьев фикрича, қуйидагилар ҳисобланади:

– капиталистик иқтисодиётнинг ҳаракати бир неча мувозанат даражалари доирасида намоён бўлади. Асосий капитал бойликларнинг (ишлаб чиқариш инфратузилмаси ва малакали ишчи кучи) мувозанати хўжалик ва ижтимоий ҳаётнинг барча омиллари билан биргаликда ишлаб чиқаришнинг мазкур техник усулини белгилаб беради. Бунда мувозанатнинг бузилиши капитал бойликларнинг янги захираларини ташкил этиш заруратини юзага келтиради;

– асосий капитал бойликларнинг янгиланиши эса бир текис кечмайди, бунда ҳал қилувчи ролни илмий техник ғоялар ва инновациялар ўйнайди;

– узун циклнинг давомийлиги жамият капитал бойликлари асосий элементларидан бири ҳисобланган ишлаб чиқариш инфратузилмавий қурилмаларининг ўртача ҳаётий даври билан белгиланади;

– барча ижтимоий жараёнлар – урушлар, инқилоблар, аҳоли миграцияси иқтисодий механизмнинг қайта шаклланиши натижасидир;

– асосий капитал бойликларнинг алмашинуви ва узоқ муддатга чўзилган иқтисодий пасайишдан чиқиш натура ва пул кўринишидаги ресурсларнинг жамланишини тақозо этади. Етарли даражада жамланмага эришилгач эса, асосий капитал бойликларни радикал янгилаш имкония-

ти юзага келади ва бу ўз навбатида, иқтисодиётни янги кўтарилиш фазасига олиб чиқади.

Бундан ташқари, Н.Д. Кондратьев ўз тадқиқотида бу цикллилик капиталистик ишлаб чиқариш услуби мавжуд бўлар экан, доимо амал қилишини кўрсатиб берди.

Н.Д. Кондратьев изланишлари давомида тўлиқ икки цикл ва фақатгина кўтарилиш тўлқинига эга учинчи ярим циклни аниқлашга муваффақ бўлган. Кондратьев циклининг умумий кўринишини қуйидагича ифодалаш мумкин:

I. Кўтарилиш тўлқини: 1780 йилларнинг охири ва 1790 йилларнинг бошларидан 1810-1817 йилларгача бўлган давр.

Пасайиш тўлқини: 1810-1817 йиллардан 1844-1851 йилларгача.

II. Кўтарилиш тўлқини: 1844-1851 йиллардан 1870-1875 йилларгача.

Пасайиш тўлқини: 1870-1875 йиллардан 1890-1896 йилларгача.

III. Кўтарилиш тўлқини: 1890-1896 йиллардан 1914-1920 йилларгача.

Н.Д. Кондратьев учинчи циклининг 2-ярми амал қилиши эса, олдинда иқтисодий пасайиш бўлишини кўзда тутарди. Ваҳоланки, 1929-33 йилларда юз берган буюк депрессия унинг қарашларини тасдиқлаган эди. Бироқ кейинги даврларда унинг қарашлари ўз тасдиғини топиш-топмаслиги кескин баҳсларга сабаб бўлди.

Мазкур масалани тадқиқ қилувчиларнинг цикл бўлиниши ва даврлари бўйича қарашларини икки гуруҳга бўлиш мумкин. Биринчи гуруҳ тадқиқотчилар фикрича, учинчи циклининг пасайиш фазаси Иккинчи жаҳон уруши бошланиши билан яқунланган (улар тадқиқотларида кўпроқ реал иқтисодиёт индикаторлари – ишлаб чиқариш кўрсаткичлари, бандлик динамикаси, инвестицион фаоллик кабиларга таянишган). Тўртинчи циклининг кўтарилиш фазаси эса, урушдан бошланиб, 1960 йилларнинг ўрталаригача давом этади. 1968-1971 йиллардаги дол-

лар инқирози ва Бреттон Вудс валюта тизими таназзули тўртинчи циклнинг пасайиш фазаси бошланғич нуқтаси бўлиб, бу фазага 1970 йиллардаги нефть инқирозлари ва стагфляция тўғри келади. АҚШдаги «Рейганомика» ва Буюк Британиядаги Маргерет Тэтчер сиёсати бешинчи циклнинг кўтарилиш фазасига замин ҳозирлайди ва бу фаза 1980 йилларнинг ярми ва тўлиқ 1990 йилларни қамраб олади. Одатда, кўтарилиш тўлқинининг сўнгида реал сектордаги капитал қўйилмалар фойда меъёрининг пасайиши, молиявий спекуляциянинг дастлаб фонд бозори (1990 йилларнинг иккинчи ярми), сўнгра кўчмас мулк соҳаларини (2000 йилларнинг бошлари) қамраб олиши кузатилади. Шунингдек, биринчи гуруҳ тадқиқотчилари цикл даврининг қисқариб боришини ҳам таъкидлайдилар. Масалан, цикл даври XIX асрда 50-55 йилдан XX асрга келиб 40-45 йилга пасайган.

Шундай қилиб, цикл даври Н.Д. Кондратьев тўхтаган нуқтадан қуйидагича давом этади:

Учинчи циклнинг пасайиш фазаси: 1914-1920 йиллардан 1936-1940 йилларгача.

IV. Кўтарилиш фазаси: 1936-1940 йиллардан 1966-1971 йилларгача.

Пасайиш фазаси: 1966-1971 йиллардан 1980-1985 йилларгача.

V. Кўтарилиш фазаси: 1980-1985 йиллардан 2000-2007 йилларгача.

Пасайиш фазаси: 2000-2007 йиллардан 2015-2025 йилларгача (башорат).

VI. Кўтарилиш фазаси: 2015-2025 йиллардан 2035-2045 йилларгача (башорат).

Иккинчи гуруҳ тадқиқотчиларнинг таъкидлашича, учинчи циклнинг пасайиш фазаси бутун Иккинчи жаҳон уруши ва урушдан сўнги тикланиш даврини (1949 й.гача) қамраб олади (уларнинг методологиясида молиявий индикаторлар – фонд бозори динамикаси, облигациялар даромадлилиги 'динамикаси кабиларга асосий эътибор

қаратилади). Кондратьев циклининг қолган қисми эса, уларнинг фикрича, қуйидагича кўриниш олади:

Учинчи циклининг пасайиш тўлқини: 1920 йиллар охиридан 1949 йилгача.

IV. Кўтарилиш фазаси: 1949 йилдан 2000 йилларнинг бошларигача.

Умуман олганда, иккала гуруҳ тадқиқот натижалари ҳам 2000 йилларда чуқур депрессия бўлишини кўзда тутди.

Фикримизча, Кондратьев циклининг кейинги даврлари ҳозирги жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози чуқурлашуви жараёнлари якуни ва иқтисодий тикланиш ҳамда барқарорликдан сўнг кескин баҳс-мунозаралар объектига айланиб бораверади.

Таҳлиллар шуни кўрсатмоқдаки, иқтисодий циклларнинг такрорланиш даврида қисқариш тенденцияси кузатилаётган. Зеро, жаҳон иқтисодиётида илк классик инқироз 1823 йилда рўй берган бўлса, шундан буён инқирозлар тахминан 15-20 йил оралиқ билан мунтазам такрорланиб турди.

Бу ўринда яна бир муҳим масала узун цикллар бора-сидаги концепциялардир. Бу борада бир қатор таснифлар учрайди. Шулардан батафсилроғи Гольдштейнга таллуқли бўлиб, у қуйидаги кўринишга эга:

– инвестиция концепцияси (Кондратьев, Форрестер, Стерман)¹¹: узун цикллар даврий қайта жамланиш ва сўнгра узоқ муддат фойдаланишдаги капитал бойликларнинг қадрсизланиши билан белгиланади;

– инновацион концепция (Шумпетер, Менш, Фриман)¹²: узун циклларнинг шаклланишида етакчи ролни

¹¹ Forrester J.W. Innovations and Economic Change // Futures. 1981. Vol 13. № 13.-pp. 323-331;

¹² Schumpeter J.A. Business Cycles. N-Y., 1939.; Mensch G. Stalemate in Technology. Cambridge, Mass: Ballinger Publishing Company, 1979.; Freeman Christopher. The Economics of Hope. London and New York: Pinter, 1992.

инновациялар ўйнайди, улар ўз навбатида, иқтисодиёт-да устувор тармоқнинг шаклланишига замин яратади;

– капиталистик инқирозлар назарияси (Мандель, Дэй): фойда меъёрининг пасайиш тенденциясига эга бўлиши инқирозни чақиради.

Хусусан, инновацион концепция тарафдори Г Менш асосий инновацияларнинг салмоқли қисми узун циклниги депрессия фазасига тўғри келишини эътироф этади. Бошқача айтганда, кўтарилиш фазаси учун ушбу инновациялардан фойдаланиш самарадорлигининг ортиши муҳим замин ҳозирлайди.

Бундан ташқари, Делбеке томонидан илгари сурилган узун цикллар концепциялари таснифида монетар-кредит концепциялари, неошумпетерчилар концепцияси, институционал концепциялар ўрин олган. Бунда монетар-кредит концепциясида узоқ муддатли тебранишларнинг ҳаракатлантирувчи омили сифатида пул-кредит омиллари эътироф этилгани ҳолда, неошумпетерчилар ва институционал концепцияларда асосий эътибор мос равишда иқтисодий тизимларнинг бир мувозанат ҳолатидан бошқасига ўтиши, хўжалик ва сиёсий муассасаларнинг хусусиятларига қаратилади.

XX асрда индустриал капиталистик дунёнинг кўлами жиҳатидан йирик инқирози – Буюк Депрессияни тушунтирувчи замонавий макроиқтисодиётни 1930 йилларда фан даражасига олиб чиққан¹³ ва ўз навбатида, бизнес циклларининг замонавий назариясига салмоқли ҳисса қўшган иқтисодчи олим Ж.М.Кейнс ҳисобланади. Бу пайтга келиб, А.Смит замонидан буён амал қилиб келган назария 1929-1933 йилларда нима сабабдан АҚШ ва бир қатор ривожланган давлатларнинг ялпи ички маҳсулоти қарийб уч баробарга қисқаргани ҳолда, ишсизлик даражасининг

¹³ Keynes, John M. The Theory of Employment, Interest, and Money (New York: Harcourt, 1936) p. 403.

25 фоизга етганлигини тушунтириб бера олмади. Зеро, классик мактабнинг (А.Смит, Д.Рикардо, Ж.С.Милл, Й.Шумпетер) асосий тамойиллари қуйидагилардан иборат эди:

- бозор самарали фаолият юритади, харидорлар ва сотувчиларни тўқнаштириш, шунингдек, ресурсларни жамият эҳтиёжлари учун зарур товарларни ишлаб чиқариш мақсадида самарали тақсимлаш функцияларини бажаради;

- баҳо тўлиқ эгилувчан ва бозорни ортиқча таклиф (нарх пасаяди) ҳамда ортиқча талабдан (нарх ошади) халос этади;

- меҳнат ҳақи ҳам баҳонинг бир тури бўлиб, у ҳам етарлича эгилувчандир. Меҳнат ресурсларининг ортиқча таклифи даврида меҳнат ҳақи пасайиш тенденциясига эга бўлади;

- бозорлар самарали бўлар экан, бунда давлатнинг роли етарлича чекланган бўлади. Давлат миллий мудофаа, хавфсизлик, қонунлар ва тартибларнинг ижросини таъминлаш, монополияларнинг юзага келишига йўл қўймаслик каби муҳим вазифаларни бажариши лозим.

Бироқ Буюк Депрессия даврида бозор иқтисодиёти ўзини-ўзи самарали тартибга солишнинг урдасидан чиқмади. Баҳолар, меҳнат ҳақи қанчалик пасаймасин, иқтисодиёт ўсиш суръатларининг пасайиши ва ишсизлик муаммоларидан чиқиб кета олмади. Ваҳоланки, классик назарияга кўра, юқори ишсизлик шу даражага етиши керак эдики, натижада иш берувчилар бу баҳода барча меҳнатга фаол аҳолини ишга жалб эта олиши ва ишсизлик ўз-ўзидан йўқолиши лозим эди. Аммо амалиётда бу ҳолат юз бермади ва Ж.Кейнс учун ўз доктринасини илгари суриш учун қулай шароит юзага келди. Ж.Кейнс классик назарияга зид бўлган қуйидаги икки ҳолатни асослашга муваффақ бўлди. Биринчидан, иқтисодиёт вақтнинг исталган лаҳзасида рақобатли мувозанатда бўлмади, яъни «кўринмас қўл» ўз ишини бажармайди. Бундай мувоза-

натсизлик ҳолатининг бош сабаби – баҳолар ва меҳнат ҳақининг узоқ муддатли шартномаларга мувофиқ давомли вақт мобайнида қатъий белгиланиши ва жорий бозор конъюнктурасига мослашмаслигидир. Иккинчидан, иқтисодиётнинг қайси даражада бўлишини ялпи талаб белгилайди ва у ўз навбатида, Кейнс таъбирича, «инвесторларнинг жонли инстинктлари»га боғлиқ. Бу икки илмий ҳолат асосида янги макроиқтисодий назария шакллантирилди. Унга кўра, мамлакатнинг ялпи ички маҳсулоти истеъмолчилар, инвесторлар ва ҳукуматнинг товарлар ҳамда хизматлар сотиб олишга қанчалик тайёр эканлиги билан белгиланади. Шунга мос равишда, мазкур янги назарияга мувофиқ, бизнес цикли ҳам мамлакатнинг ресурс имкониятлари билан эмас, балки айнан талабнинг тебраниши билан белгиланади. Айни пайтда Ж.Кейнс иқтисодий ўсишнинг локомотиви ролини инвестицион харажатларнинг ортишида кўрди.

Ж.Кейнс доктринасининг асосий принциплари ва фарзлари қуйидагилардан иборат эди:

– баҳолар эгилувчан эмас, ялпи баҳо даражаси осонлик билан ўзгармайди;

– меҳнат ҳақи ҳам эгилувчан эмас, чунки иш ҳақининг ўсиши унинг пасайишидан кўпроқ кузатилган;

– баҳолар етарлича ўзгара олмас экан, муайян вақт мобайнида бозорда ортиқча талаб ёки ортиқча таклиф юзага келиши кузатилади;

– харажатларнинг етарли даражада бўлмаслиги иқтисодиёт фаолиятига салбий таъсир қилади, бу эса, ялпи талаб эгри чизигининг чап томонга силжиши демакдир;

– иқтисодиётнинг самарали фаолият юритиши учун давлатнинг муҳим роли талаб этилади. Масалан, хўжалик субъектлари харажатларини қисқартирган шароитда давлат ўз харажатларини ошириш ёки солиқларни пасайтириш орқали фискал сиёсатни амалга оширади.

Ж.Кейнс классик мактаб ва неоклассик йўналиш намоёндаларининг таклиф автоматик тарзда талабни юзага

келтиришига асосланган қарашларини танқид остига олади¹⁴. Кейнсча назария 1970 йилларга қадар бизнес циклининг асосий назарияси бўлиб қолди.

Албатта Кейнсга қадар ҳам иқтисодий циклнинг манбаи сифатида пул массаси, баҳолар даражаси, технологиялар, об-ҳаво ҳодисалари ўрганилган, кредит, товар ва меҳнат бозорларига алоҳида эътибор қаратилган. Булар қаторига Г. Харберлер, Ф. Хайек кабиларни киритиш мумкин¹⁵.

Бироқ замонавий макроиқтисодиётнинг фундаментал асосларини шакллантиришда Ж.Кейнснинг ҳиссаси катта бўлиб, у уч йирик бозор (пул, меҳнат, товар)ни ўзининг машҳур «Умумий назария»сида ягона тизимга солишга эришди. Лекин Ж.Кейнснинг IS-LM модели унинг назарияси асосида илк бор Ж.Хикс томонидан 1937 йилда модел шаклига олиб келинган¹⁶.

Кейнсча назариянинг асосий хулосаларидан бири – бу давлатнинг иқтисодиётда муҳим барқарорлаштирувчи ролининг лозимлиги бўлиб, кўп ҳолларда Кейнснинг асосий ғояси сифатида қабул қилинади. Бошқача айтганда, давлат иқтисодий пасайиш даврида, яъни иқтисодиётда хусусий талабнинг етишмаслиги шароитида ўз харажатларини ошириш ҳисобига циклик пасайишга қарши фискал сиёсатни амалга ошириши лозим.

Бироқ кейинчалик кейнсча назария борасида баҳс-мунозаралар ортди. Бунда мунозаралар объекти сифатида иқтисодий пасайиш даврида давлатнинг зарурли-

¹⁴ Сэй ва Рикардо давридан буён классик иқтисодчилар "таклиф талабни ўзи туғдиради", деб ўрганиб келишди, бунда улар маҳсулотнинг барча қиймати бевосита ва билвосита маҳсулот харид қилишга сарф қилинишини кўзда тутишган.

¹⁵ Haberler Gottfried. Prosperity and Depression. A Theoretical Analysis of Cyclical Movements (Geneva: League of Nations, 1937), pp.323-446; Hayek F.A. The Pure Theory of Capital. (London: Routledge & Kegan Paul, 1941), p. 486.

¹⁶ Hicks John. "Mr. Keynes and the Classics. A Suggested Interpretation", *Econometrika* V (1937), pp. 147-159.

ги, зарур бўлса, қайси методлар билан иқтисодийни қўллаб-қувватлаши масаласи кўтарилди. Бу баҳсда томонлардан бири давлат ўз харажатларини ошириш орқали иқтисодий пасайишга жавоб бериши лозимлигини уқтирса, бошқа томон иқтисодий барқарорлик пул масаласи устидан назоратни таъминлаш орқали эришилиши лозимлигини эътироф этди ва бу охир-оқибат монетаризм доктринаси учун ибтидо бўлиб хизмат қилди. Аммо бу икки турли қарашларда ҳам циклнинг бош манбаи сифатида талабнинг тебраниши эътироф этилганлигини таъкидлаш лозим.

1958 йилга келиб эса, инглиз иқтисодчиси Филлипс Англия ва АҚШда инфляция ва ишсизлик ўртасидаги салбий алоқадорликни кўрсатувчи Филлипс эгри чизигини асослаб берди¹⁷ Филлипс эгри чизигини содда қилиб тушунтирадиган бўлсак, пул массасини ошириш ёки давлат харажатларини кўпайтириш ёхуд инвесторларнинг жонли инстинктлари ҳисобига талабнинг ошиши ишлаб чиқарувчиларни бир пайтда баҳоларни оширишга (инфляция) ва маҳсулот ҳажмини кўпайтиришга (бандликнинг ортиши ва ишсизлик даражасининг пасайиши) ундашнинг кўриши мумкин. Бу боғлиқлик эса, АҚШ ва Англия сиёсатчилари учун қуйидаги танлов имкониятини берарди: 1) юқори инфляция ва паст даражадаги ишсизлик; 2) паст инфляция ва юқори ишсизлик. 1960 йилларнинг охири ва 1970 йилларнинг бошларида АҚШнинг амалдаги Президенти Р.Никсон ФЗТ билан инфляцияни ошириш ва ишсизликни пасайтириш мақсадида пул босиш станогини ишга туширишга келишиб олди. Бироқ натижа кўзлангандек бўлмади, инфляция суръатлари ўсди, бироқ ишсизлик пасаймади. Ҳукумат учун ишсизликка қарши кураш устувор бўлганлиги учун (ваҳоланки ишсизлик даражаси

¹⁷ Phillips A.W. The Relationship Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom, 1861-1957. – *Economica* 25, November 1958, pp.283-299.

4 фоиз эди) ФЗТ пул босишни давом эттирди. Бунинг оқибатида 1970 йилларнинг охирига келиб инфляция даражаси икки рақамли кўриниш олди¹⁸.

Бу ҳолат бир қатор иқтисодчи олимлар, хусусан, М.Фридман, Р.Лукас, Ф.Кинланд ва Э.Прескоттлар томонидан танқид қилинди ва улар Филлипс эгри чизигига ўхшаш эмпирик қонуниятлардан иқтисодий сиёсат мақсадларида фойдаланмаслик зарур деган хулосага келишди¹⁹. Чунки, уларнинг фикрича, Филлипс эгри чизиги орқали аниқланган қонуният 1970 йилларда амалга оширилган доимий характерга эга бўлмаган ва олдиндан башорат қилиб бўлмайдиган пул-кредит сиёсати оқибати эди. Зеро, пул массасининг кутилмаганда ошиши талабнинг тебраниши билан боғлиқ равишда вақтинчалик инфляциянинг ортиши ва ишсизликнинг пасайишига олиб келган эди.

Бундан ташқари, Р.Лукас илмий изланишларида нафақат ҳукуматнинг муайян фаолиятини, балки бутун иқтисодий циклнинг кейнсча назариясини танқид остига олди. Бунда у кейнсчилар рационал кутишнинг шаклланишини ўзига қамраб олувчи иқтисодий агентларнинг оптимал хулқини инкор этганлигини асос қилиб олди. Р.Лукас фикрича, кейнсча моделдаги инвестор ва истеъмолчилардан фарқли равишда иқтисодий агентлар иқтисодиётнинг келгусидаги ҳолати борасида ўртача тўғри башоратлар қилади ва ўзида оптимал нуқтаи назарни шакллантиради, бошқача айтганда, ўз фойдаси ва бойлигини максималлаш-

¹⁸ Delong Bradford. America's Peacetime Inflation: The 1970s, in Christina and David Romer. Eds., *Reducing Inflation: Motivation and Strategy* (Chicago: University of Chicago Press, 1997), pp. 247-276.

¹⁹ Friedman M. The Role of Monetary Policy // *American Economic Review*, LVIII (1968), 1-21.; Lucas Robert E. Some International Evidence on the Output-Inflation Trade-off // *American Economic Review*, LXIII (1973), 326-334.; Kydland Finn, Edward Prescott. Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans // *Journal of Political Economy* 87, June 1977, pp.473-492.

тиради. Шундай қилиб, 1970 йилларда ҳукуматлар пул босишни бошлаганликларини эълон қилишди ва ишлаб чиқарувчилар янада юқори инфляция даражасини кутди ҳамда тез суръатларда баҳолар ошишига жавобан хатти-ҳаракатларни амалга оширишди.

1970 йиллардаги Р.Лукасинг танқиди ва рационал кутиш тушунчасидан фойдаланган ҳолда Ф.Кидланд ва Э.Прескотт иқтисодий агентларнинг оптимал хулқиға асосланган иқтисодий циклнинг янги талқинини таклиф этишди. Улар иқтисодиётнинг тебранишини мувозанат ҳодисаси сифатида тушунтиришга ҳаракат қилишди ва шу сабабли ҳам уларни «янги классиклар» дея атай бошладди.

Моҳиятан реал иқтисодий цикллар модели содда бўлиб, у қуйидаги ҳолатларни кўзда тутди. Биринчидан, фирмалар ўз фойдасини максималлаштирадилар ва келгусида улар ишлаб чиқарадиган товарларга бўлган талабнинг кутилиши ва технологияларнинг ривожланишидан келиб чиқиб инвестициялар борасида қарорлар қабул қилишади. Иккинчидан, уй хўжалиқларининг истеъмоли уларнинг ҳаёти давомида қанча даромад кутаётганлигига боғлиқ. Бошқача айтганда, уй хўжалиқлари келгуси йилда худди шунча даромад олишларига кўзлари етмаса, жорий йилда топган даромадларининг барчасини истеъмолга сарфламайдилар. Худди шу сингари агар улар келгусида даромадларининг ўсишига амин бўлсалар, унда улар жорий даромадидан ҳам кўп сарфлаган ҳолда қарз ҳисобига яшашлари мумкин.

Ф.Кидланд ва Э.Прескотт илмий тадқиқотлари натижасида ривожланган давлатларда ЯИМ тебранишининг катта қисми миқдор жиҳатидан мувозанат моделларида башоратланган миқдорга мос келади, бошқача айтганда, моделга, Кейнс амалга оширганидек, бозор мувозанатидан фарқи киритиш зарурати йўқ ва шунга мувофиқ, давлат томонидан барқарорлаштирувчи сиёсатни амалга оширишга эҳтиёж мавжуд эмас, деган хулосага келди.

Бундан ташқари, улар реал ҳаётда ишлаб чиқариш ҳажмига нисбатан истеъмол паст суръатларда тебранишини, инвестицияларга талаб эса, аксинча, катта суръатларда тебранишини тушунтиришга ҳаракат қилишди. Ф.Кидланд ва Э.Прескотт фикрича, бу ҳолат уй хўжаликлари ва инвесторларнинг оқилона фаолияти натижасида юз беради. Истеъмолчилар даромадлар доимо юқори бўлмаслигини тушунган ҳолда «қўшимча даромад»ларининг сезиларсиз қисмини истеъмолга сарфлайдилар ва қолган катта қисмини жамғармага йўналтирадилар. Бошқача айтганда, уларнинг йиллик истеъмол сарфи жорий даромад миқдоридан қатъи назар, маълум маънода доимий бўлади. Бошқа томондан, ишлаб чиқарувчилар жаҳон конъюнктурасининг яхшиланиши билан боғлиқ равишда уларнинг фойдалари вақтинча юқори бўлиши мумкинлигини яхши англайдилар ва бу фойдани қўлга киритиш учун зудлик билан ишлаб чиқариш қувватларини кенгайтирган ҳолда инвестиция ҳажмини оширишга киришадилар. Яъни, инвесторлар келгусидаги даромадни кутиш борасидаги исталган ўзгаришга нисбатан таъсирчан бўлади. Шундай қилиб, инвестициялардаги кучли тебраниш (Ж.Кейнс «жонли инстинкт» деб атаган ва иқтисодий циклнинг манбаи деб ҳисоблаган эди) Ф.Кидланд ва Э.Прескотт томонидан мувозанат ҳодисаси сифатида эътироф этилди.

Умуман олганда, реал цикллар назарияси иқтисодий циклларнинг манбаи бўлиб меҳнат ёки бошқа «реал» омиллардаги самарадорликнинг ўзгариши ҳисобланишини кўзда тутди. Айнан ушбу ўзгарувчилардаги номутаносиб ўзгаришлар охир-оқибат иқтисодиётнинг нотекис ривожланишига сабаб бўлади.

Энди иқтисодий циклларда молия тизимининг ролига тўхталамиз. Фикримизча, молия тизимининг иқтисодиёт тўлқинсимон ҳаракатидаги роли ресурсларнинг турли узун цикл технологиялари ўртасида қайта тақсимланишида намоён бўлади. Бу қайта тақсимлаш суръатларининг тезла-

шиши эса, иқтисодиётда «кўпиклар»нинг юзага келишига сабаб бўлади. «Кўпик» (спекулятив, бозор, молиявий ва баҳо) ҳақида сўз борганда, маълум активнинг бозор баҳоси унинг фундаментал баҳосидан кескин ошиб кетиши тушунилади. Активнинг фундаментал баҳоси эса, мазкур актив келтирадиган барча даромадларнинг жорий баҳосидир.

Кўпикларга тарихий мисолларни ҳатто XVII, XVIII асрлардан ҳам ахтариш мумкин. Бироқ «кўпик» (bubble) тушунчаси 1720 йилда Англияда машҳур Жанубий Денгиз Компанияси акцияларининг кескин ошиши ва таназзулидан сўнг пайдо бўлган (South Sea Bubble). Яқин тарихда эса, «кўпиклар»га эътиборнинг ортиши 1991 йилда Япония иқтисодиётидаги молиявий кўпик таназзули ва 2000 йилда Америка биржаларида Nasdaq акцияларининг кескин пасайишидан сўнг кузатилди. Шунга қарамай, бундай «кўпиклар» юзага келишининг умум эътироф этилган назарияси мавжуд эмас. «Кўпиклар»ни ўрганишга бағишланган замонавий тадқиқотларда унинг шаклланиши кўп омилли характер касб этади. Масалан, иқтисодий кўпикларнинг чуқур сабабларидан бири сифатида институционал шартшароитлар, активларни баҳолаш билан боғлиқ корпоратив молия, бозор микроструктураси, халқаро молия ва молиявий қонунчилик ҳолатлари эътироф этилади.

Шунингдек, молия бозоридаги кўпикларга нисбатан микротузилмавий ёндашувлар ҳам мавжуд бўлиб, унга мисол қилиб «рационал кўпиклар» концепциясини келтириш мумкин.

Ушбу концепцияга мувофиқ, «рационал кўпиклар» рационал инвесторлар (савдогарлар) томонидан янада юқори баҳоларнинг кутилиши натижасида шаклланади. Мазкур инвесторлар қимматли қоғозлар савдосида фақат баҳо шаклланиши жараёнида реал аҳамиятга эга бўлган ахборотлардан фойдаланишади. Бундай ахборотларга макроиқтисодий кўрсаткичлар, фоиз ставкалари, эмитентларнинг молиявий ҳолати хусусидаги маълумот-

лар киради. Айни пайтда кўпикларнинг шаклланиши билан боғлиқ концепция активнинг нисбий фундаментал баҳоси борасида турли даражада бохабар бўлган иқтисодий агентлар ўртасида ахборот ассимметриясига чамбарчас боғлиқ²⁰. Бундай ёндашув доирасида шу нарса аён бўладики, банклар корпоратив қарздорлар фаолиятини назорат қилмагани ҳолда, улар олинган маблағларни юқори рискли активларга инвестиция қилиш орқали тегишли активлар бозорида кўпикнинг шаклланишини қўллаб-қувватлайдилар²¹. Шунингдек, арбитраж операцияларини амалга оширувчи агентларнинг мавжудлиги эътиборга олинса, кўпикларнинг шаклланиши ахборот ассимметрияси оқибати эканлиги маълум бўлади. Самарали бозор гипотезаси²² муайян қимматли қоғознинг бозор баҳоси унинг ҳақиқий, фундаментал қиймати билан мос келмаган шароитда инвесторларнинг шу заҳоти бозор хатосини «тўғрилаш»лари ва жорий баҳони фундаментал ҳақиқий баҳога келтиришларига асосланади. Бунда бозорнинг хатосини тўғрилаш учун инвесторлар арбитраж операцияларини амалга оширадилар. Шу сабабли ҳам рационал инвесторлар арбитражёрлар дея аталади. Чунки самарали бозор назарияси арбитражёрларнинг сони катталиги ва арбитражнинг рисксиз операция эканлиги, бундан фойда олиш имкониятларининг тез суръатларда йўқолишини кўзда тутди. Бундай шароитда эса, аввалги баҳолар келажақдаги баҳоларни башоратлашда фойдаланилиши мумкин эмас.

²⁰ Allen, F., Morris, S. and Postlewaite, A. Finite bubbles with short sale constraints and asymmetric information // *Journal of Economic Theory*. 1993. Vol. 61. pp. 206–29.

²¹ Allen F., Gale D. Asset-Price Bubbles and Stock Market Interlinkages / Hunter W.C., Kaufman G.G. and M. Pomerleano (eds.). *Asset-Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*. Cambridge, MA: MIT Press, 2003, pp. 323-337.

²² Fama Eugene F. Random Walks in Stock Market Prices // *Financial Analysts Journal*. 1965. September/October (reprinted January-February 1995), pp. 131-156.

1997-2008 йилларда жаҳон иқтисодиёти молия бозорларидаги активлар баҳосининг асоссиз ўсиши, «спекулятив кўпиклар»га бир неча бор дуч келган бўлса-да, ҳозирги пайтда ҳам уларни бартараф этишнинг илмий-амалий усуллари ишлаб чиқилган эмас. Бундан ташқари, монетар органларнинг активлар баҳосининг бундай асоссиз ўсишига йўл қўймаслик бўйича стратегиялари масаласи назарий жиҳатдан ҳам ўз ечимини топмаган. Иқтисодий адабиётларда мазкур муаммога нисбатан икки хил ёндашув мавжуд.

Биринчи ёндашувга мувофиқ, монетар органлар молиявий активлар баҳосининг мақсадли мўлжалларини (таргет) белгиласликлари ва фонд бозоридаги фаолликни камайтириш учун фоиз сиёсатидан фойдаланмасликлари зарур. Хусусан, Б.Бернанке ва М.Гертлер таъкидлашича, «инфляцион таргетирлаш доирасида марказий банкларнинг молиявий активлар баҳолари динамикасига қандай реакция қилиши борасида жавоб берилиши мумкин; ушбу активлар баҳосининг ўзгариши марказий банкларнинг инфляция бўйича истиқбол кўрсаткичларига таъсир қиладиган даражада пул-кредит сиёсати нисбатан салбий таъсирни юзага келтиради»²³. Шунга ўхшаш фикр У.Буитер томонидан ҳам илгари сурилади. Унга кўра, спекулятив фаолликни бартараф этиш пул-кредит сиёсати чора-тадбирлари билан эмас, балки фонд бозорини самарали тартибга солиш билан таъминланиши лозим²⁴. Иккинчи ёндашув намояндаларидан бўлган Н.Рубини молиявий активлар баҳосини таргетирлашга қарши бўлганларнинг асосий далилларини асоссиз деб ҳисоблайди. Унинг фикрича, спекулятив кўпикларнинг пайдо бўлиши билан боғлиқ сезиларли ноаниқликларнинг мавжудлиги спекулятив кўпикларга қаршилиқ кўрсатиш-

²³ Bernanke B., Gertler M. Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? // [www.princeton.edu / bernanke/currentpapers.htm](http://www.princeton.edu/~bernanke/currentpapers.htm).

²⁴ Buiter W. Central Banks and Financial Crises // www.federalreserve.com.

дан воз кечишга далил бўла олмайди²⁵. Бундан кўринадики, иккинчи ёндашув тарафдорлари фонд бозоридаги фаолликни камайтириш мақсадида монетар органлар пул-кредит дастакларидан фойдаланишлари мумкин, деб ҳисоблашади.

Фикримизча, спекулятив кўпикларга қарши чоралар кўриш сўзсиз макроиқтисодий барқарорликни таъминлашда катта аҳамият касб этади, бироқ бу мақсадда фоиз сиёсатидан фойдаланиш пул массасини камайтириш ҳисобига юз берадиган салбий оқибатларни ҳам келтириб чиқариши мумкин. Шу сабабли, спекулятив кўпикларга қарши курашишда фонд бозорини тартибга солувчи органларнинг фаолроқ бўлиши мақсадга мувофиқ саналади.

Маълумки, фонд бозоридаги спекулятив кўпиклар банк секторига нисбатан сезиларли даражада салбий таъсири юзага келтиради. Чунки гаров таъминоти сифатида олинган қимматли қоғозлар баҳосининг пасайиши инқирознинг янада чуқурлашувига сабаб бўлади. Қарздорнинг банк олдидаги мажбуриятларини бажара олмаслиги натижасида, мазкур қимматли қоғозларни фонд бозорида сотиш зарурати туғилса, бу, ўз навбатида, қимматли қоғозлар таклифининг кўпайиши ва шунинг асосида улар баҳосининг янада пасайишига олиб келади. Пировард натижада, банкларнинг балансида йирик миқдордаги зарарлар ва унинг орқасидан ликвидлик муаммолари авж олади.

Фикримизча, банклар томонидан активларни секьюритизациялашда муомалага чиқариладиган молиявий инструментлар, ҳосилавий молия инструментларининг гаров сифатида қабул қилинишига нисбатан муайян чекловларни ўрнатиш зарур. Масалан, акция ва облигацияларни гаров таъминоти сифатида қабул қилишга нисба-

²⁵ Roubini N. Why Weight Should be given to Asset Price in the measurement of Inflation // Economic Journal. 2001. Vol. III, June. P. 335.

тан захира талаблари белгиланиши мумкин. Чунки фонд бозоридаги спекулятив кўпикларнинг банк тизими барқарорлигига салбий таъсир қилиши тизимли рискларнинг кучайишига замин яратади.

1.3. Валюта инқирозлари шаклланишининг айрим назарий-услубий жиҳатлари

Валюта инқирозининг шаклланиши халқаро валюта муносабатларида юзага келадиган кескин зиддиятлар билан боғлиқдир. Айни пайтда халқаро валюта инқирозлари жаҳон валюта механизмида мавжуд номувофиқликни бартараф қилишга ҳам олиб келиши мумкин. Масалан, валюта инқирозлари натижасида 1976-1978 йилларда Ямайка битими юзага келди. Бу битимнинг энг муҳим жиҳати шундаки, 30 йилдан ортиқ вақт мобайнида амал қилиб келган қатъий белгиланган курс режими бутунлай барҳам топди.

Валюта инқирозларининг икки асосий тури мавжуд:

1. Даврий валюта инқирози;
2. Хронологик валютавий инқирозлар.

Даврий валюта инқирозлари вақти-вақти билан юзага келади ва улар жаҳон валюта тизимида сезиларли ўзгаришлар бўлишига олиб келмайди. Кўпчилик ҳолда бундай инқирозлар девальвацияни амалга оширишга мажбур қилади.

Шуниси характерлики, хронологик валютавий инқироз муттасил давом этади ва у жаҳон валюта тизимининг ўзгаришига сабаб бўлади. Жаҳон валюта механизми тубдан ўзгармасдан туриб, хронологик инқироздан қутулиши мумкин эмас.

Жаҳон валюта инқирозига ёрқин мисол қилиб, 1929-1933 йиллардаги «Буюк инқироз»ни келтиришимиз мумкин. 1929-33 йиллардаги жаҳон иқтисодий инқирози валюта муносабатларига ҳам салбий таъсир қилди. Ти-

жорат банкларининг оммавий тарзда банкротга учраши, ишсизликнинг ўсиши, давлат харажатларининг кўпайиши натижасида давлат бюджети дефицитининг ортиши, энг аввало, муомаладаги пул массасига фаол таъсир кўрсатди.

Валюта инқирозларини олдиндан билиш (прогноз) ва таҳлил қилиш учун бир қатор эмпирик моделлар ишлаб чиқилган. Уларни икки йирик гуруҳга бўлиб кўрсатиш мумкин:

1. Тузилмавий методологияга асосланган моделлар;
2. Тузилмасиз методологияга асосланган моделлар.

Тўлиқ назарий асосланишга эга бўлган моделлар тузилмавий моделлар (structural models) деб номланади. Улар эндоген ўзгарувчанлик ва уларнинг дефинициялари ўртасидаги сабабият алоқалари аниқ ифода этилган тенгламалар тизими сифатида намоён бўлади. Тузилмали моделларнинг уч тури мавжуд:

– барча ноаниқликлар ташқи шароит ва объектнинг ички параметрлари функциялари сифатида ифода этилади;

– аниқликлар нисбатлари тизимидан (тенгламалар, нотенгликлар) ноаниқликлар биргалиқда аниқланади;

– ноаниқликлар умумий шаклда маълум бўлган нисбатлар тизимидан (яъни, параметрлаштириш яқунламаган ҳолатда) топилади.

Шундай қилиб, тузилмали моделлар агент ёки объектларнинг иқтисодий ҳолатини аниқловчи асосий ўзаро алоқаларни тавсифлайдиган тенгламалардан иборат.

Х.Бланко ва П.Гарбернинг тадқиқотлари тузилмали моделга мисол бўлиши мумкин. Улар 1973-1982 йилларда Мексика валютасига нисбатан спекулятив тазйиқни олдиндан айтиб бериш учун П.Кругман моделининг варианты яратишди. Биринчи авлодга мансуб бўлган тузилмали моделни қўллаб, улар кейинги чорақда яширин курс белгиланган курсдан ошиб кетишини ҳисоблаб чиқишди. Уларнинг тахминий баҳолари асосли эканлиги валюта бо-

зоридаги сокинлик даврида 2-5 фоиз атрофида тебраниб турган бўлса, 1976 ва 1982 йилларда песонинг девальвацияси арафасида бу кўрсаткич 20 фоиздан ошиб кетганлигида кўринди. Х.Бланко ва П.Гарбер моделлари га ўхшаш тадқиқотлар алоҳида олинган мамлакатларни муайян вақт давомида кўриб чиқиб, валюта инқирозларининг умумлашган тажрибасини эътибордан четда қолдиради.

80-йилларнинг охирида биринчи марта бир гуруҳ инқирозлар таҳлил этилди. Масалан, америкалик иқтисодчи олим С.Эдвардс 1962-1983 йилларда амалга оширилган ўттиз тўртта девальвациянинг ҳар бирини алоҳида олган ҳолда, олдинги уч йил давомидаги макроиқтисодий ўзгарувчанликларни ўрганиб чиқди. Олим уларнинг динамикасини камида ўн йил давомида белгиланган курс сиёсатини олиб борган мамлакатларнинг натижалари билан қиёслади. Қиёсий тадқиқот натижалари кўрсатдики, девальвация йили яқинлашганда макроиқтисодий сиёсат шижоатлироқ тусга кириб, валютанинг реал курси ошади, жорий операциялар бўйича сальдо камаяди, чет эл захиралари қисқаради. М.Клейн ва Н.Мэрион 1957-1991 йиллар давомида Лотин Америкаси мамлакатларида содир бўлган саксондан ортиқ девальвация ҳолатлари бўйича маълумотларни таҳлил қилиб чиқишди ва реал курсга ортиқча баҳо берганда, валюта курсини белгилашдан воз кечиш эҳтимоли ҳар ойда ошиб борганлигини, чет эл захиралари кўпайганда бу ҳолат камайишини қайд этишди. Иқтисодиётнинг очиқлиги ва унинг халқаро савдони амалга ошириш учун қулай географик жойлашиши каби тузилмавий омиллар, шунингдек, сиёсий омиллар (сайловлар, ҳукуматдаги ўзгаришлар), белгиланган курс режими ҳаракатининг давомийлиги курсни ҳар ойда белгилашдан воз кечиш эҳтимолига таъсир этган.

Р.Миз ва А.Роуз, шунингдек, А.Меликнинг 1990 йилларда юзага келган тадқиқотлари ҳам тузилмали моделлар-

га мисол бўла олади. Р.Миз ва А.Роуз спекулятив ҳужумнинг икки тузулмавий моделини кўриб чиқишган²⁶. Европанинг саккиз мамлакатлари бўйича чорак маълумотларига асосланган уларнинг модели кейинги чорақда устувор бўладиган валюта курси режимини башорат қила олади. Шу муддат давомида модел аъло даражадаги натижалар бера олади, аммо валюта инқирози бир чорак муддатдан ошиб кетадиган бўлса, бу модел ўз аҳамиятини йўқотади. Бунга сабаб унинг муддатининг ортиши бир қатор хатоликларга олиб келиши мумкин. А.Мелик ўз моделида Мексика инқирози маълумотларини қўллаган. Унинг тадқиқоти жиддий эътиборга лойиқ эмас, чунки унинг эмпирик натижалари реал кузатиладиган бошқа инқирозлар кўрсаткичларига зиддир.

Бундай ёндашувга асосланган нотузилмали моделлар агентларнинг иқтисодий ҳаракатларидан келиб чиқиб, барча ҳолатларни изоҳлашга ҳаракат қилмайди. Бундай ёндашувга моделнинг келтирилган шакли (*reduced form of model*) қўлланилади. Унда ҳар бир жорий эндоген ўзгарувчилар олдиндан маълум бўлган ўзгарувчиларнинг функцияси сифатида бевосита ифода этилган. Бошқача қилиб айтганда, ҳар бир жорий эндоген ўзгарувчига нисбатан ҳар бир тенглама тузилма шаклида берилган моделнинг тенглама тизими ечими сифатида намоён бўлади. Модел тенгламаларининг миқдори жорий эндоген ўзгарувчилар миқдорига тенг. Моделнинг тузилмали шакли келтирилган моделга изчил алмаштириб қўйиш йўли билан айланади. Кейинги моделнинг барча параметрлари дастлабки коэффицентларнинг айрим функциялари сифатида намоён бўлади. Масалан, агар тузилмали модел пулга бўлган талаб ва таклифни изоҳловчи тенгламани ўз ичига олса, унда келтирилган модел фақат битта тенг-

²⁶ Richard A.Meese & Andrew K. Rose, 1996 "Exchange rate instability: determinants and predictability", Proceedings, Federal Reserve Bank of san Francisco, pp. 183-205.

ламадан иборат бўлиб, у пул ўзгарувчи кўрсаткичи бошқа кўрсаткичлар, масалан, нархлар билан боғлиқ эканлигини кўрсатади. Модел тузилмаси номаълум, аммо объектининг хатти-ҳаракати, яъни маълум омиллар таъсирига бўлган муносабати (пул массасининг кўпайишига бўлган нархлар муносабати) маълумдир. Бундай тенгламаларни «қора қути» деб номлашади. Пулнинг ўзгариш кўрсаткичи «қора қути»нинг кириш параметри бўлса, ўзгарувчан нарх эса, чиқиш параметри бўлиб ҳисобланади. Икки ўзгарувчан кўрсаткичларнинг номаълум ўзаро алоқасини баҳолаш учун турли тестларни қўллаш мумкин (масалан, Granger causality test). Бу тестлар сабабият алоқаларни аниқлашга ёрдам беради. Масалан: «пул таклифи ўзгаришларининг юзага келиши нархлар тебранишидан олдинми ёки кейин келади?», яъни «нархлар функциялари пул таклифини белгилаб берадими?» деган саволлар туғилади.

Фикримизча, жаҳон валюта инқирозларининг нотузилмали моделларини икки гуруҳга бўлса бўлади: нопараметрик тестларга асосланган моделлар ва эҳтимолий регрессия асосида қурилган (чизиқли эҳтимолий) моделлар. Кўрилаётган объект ёки жараённинг тизимли таҳлили унсури бўлмиш параметризациялаш таъсир этувчи омилларни аниқлаш, уларни таърифлаш ва олинган параметрларга миқдорий баҳо беришдан иборат. Бироқ кўп ҳолларда инқирозни тадқиқ қилиш учун таъсир этувчи омиллар ва уларнинг баҳоси муҳим эмас. Бошқача қилиб айтганда, детерминантлар эмас, балки умумий натижалар аҳамиятга эга саналади. Бундай таҳлил учун ўлчашнинг нопараметрик услуби кўпроқ мос келади. Мазкур услуб миқдорий тавсифларни олдиндан айтиб беришни назарда тутмайди. У тизим томондан ҳосил қилинган ўзгаришларнинг умумий йўналишини аниқлаш билан чегараланади. Валюта бозоридаги спекулятив босимнинг индекси нопараметрик тест билан ишлатилган валюта инқирозининг дунёдаги биринчи модели эди.

XX асрнинг 70-йилларида яратилган «спекулятив босим» концепцияси эмпирик тадқиқотларда қўлланилмоқда. Бу концепцияга мувофиқ, спекулятив ҳужум каби валюта инқирози ҳам валюта бозорида спекулятив босим энг юқори нуқтага чиққандаги давр деб белгиланади. Валюта бозоридаги спекулятив босимни номинал валюта курсининг ўзгарувчан кўрсаткичлари хорижий захираларини йўқотишини ва фоиз ставкаларининг ўзгаришини қамраб олган ўрта ўлчамли индекс ёрдамида аниқласа бўлади.

Индекс биринчи марта Б.Айхенгрин, Э.Роуз ва Ч.Виплошлардан иборат бўлган бир гуруҳ олимлар томонидан 1996 йилда тақлиф этилган эди. Ўзгарувчан бирликлар сифатида ўртача ойлик кўрсаткичлар динамикасининг қаторлари қўлланилди. Улар дастлаб «йўналишни бартараф этиш» (ёки «тренддан тозалаш» – *detrending*) услуби ёрдамида қайта ишлаб чиқилди. Асосий ўлчамлар ўсиш суръатининг ҳисоб-китоби унга муқобил бўлиши мумкин. Индекс компонентларининг ўзгаришини тўғрилаш ва бирор-бир компонентнинг устуворлигини бартараф этиш учун вазнлар танлаб белгиланади. Индекс ўзининг ўртача мазмунидан 1,5-2 стандарт тебранишдан юқори бўлганда, спекулятив таъсир критик нуқтага етади. Ривожланаётган аксарият мамлакатларда бозор фоиз ставкалари бўлмаганлиги сабабли, индекснинг ҳисобида уларнинг кўрсаткичлари бўлмаслиги ҳам мумкин. Инқирознинг даражаси ва чегараларини юқори инфляция содир бўлган даврларга нисбатан қайта ҳисоблаб чиқиш лозим. Агар ўн саккиз ой орасида спекулятив босимларнинг бир неча бор тазйиқи кузатилган бўлса, у ҳолда тазйиқлар мажмуи валюта инқирозининг даражасини билдиради.

Тадқиқот жараёнида спекулятив ҳужум давридаги макроиқтисодий ўзгарувчиларнинг хатти-ҳаракатлари билан уларнинг тинч даврлардаги динамикаси қиёсланди. Ўзгарувчиларнинг хатти-ҳаракатлари турли эканлиги аниқланди. Бу эса давлатнинг макроиқтисодий сиёсатидаги қара-

ма-қаршилиқлар валюта инқирозига олиб келади, деган фаразларни маълум маънода тасдиқлайди. Масалан, моделни яратувчилар бюджет дефицитининг ЯИМга нисбати инқироз пайтларида тинч даврларга кўра юқорироқ бўлганлигини аниқлайди. Бу ҳолат биринчи авлод моделини бевосита исботламаса-да, аммо бюджетнинг юқори дефицити валюта инқирозига олиб келади, деган назарияга зид эмас. Шу билан бирга, бир қатор олимларнинг фикрига кўра, бозорнинг инқироз ва сокинлик даврларидаги макроиқтисодий ўзгарувчилар бир-биридан фарқланмайди. Улар бундай ҳолатларни моделнинг иккинчи авлодини ишлатилганлиги, яъни кутишдаги эркин силжишлар билан изоҳлайди. Масалан, курслар алмашиш механизмида иштирок этган Европа мамлакатларида пул массаси ва инфляциянинг асосий макроиқтисодий ўзгарувчан бирликлари биринчи авлод моделлари башоратидан фарқли мазмунга эгадир.

Мутахассислар бундай ҳолатларни кўп мувозанатли модел асосида изоҳлаб беришмоқда. Алмашув курси механизмида иштирок этмаган мамлакатларда қарама-қарши ҳолат юзага келган. Бюджет дефицити, инфляция, ички кредитлар ҳажмининг ўсиши, экспортнинг импортга бўлган нисбати, чет эл валюталаридаги захиралар динамикалари инқироз ва инқирозсиз барқарор ривожланиш даврларида турлича бўлади. Бундай ҳолатлар биринчи авлод моделлари башоратига мос келади. Натижада Б.Айхенгрин, Э.Роуз ва Ч.Виплош ҳар иккала моделларнинг ҳеч бири бошқасидан устувор эмас, деган хулосага келдилар. Шунга ўхшаш услуб Г.Камински, С.Лизондо ва К.Рейнхард томонидан қўлланилган эди. Улар ўз моделини «сигнал берувчи ёндашув» деб номлашган. Мазкур модел валюта инқирозлари ҳақида энг яхши сигнал берувчи ўзгарувчанликларни аниқлашга ёрдам беради. Уларнинг тадқиқотларида ЯИМ, экспорт, реал валюта курсини тренддан четга чиқиши, фонд индекслари ва М2 нинг хорижий захираларга нисбати сигнал берувчи ўзгарувчи-

лар сифатида намоён бўлди. Шу каби тадқиқотларни Ж.Френкел ва Э.Роуз, шунингдек, Канада банкининг иқтисодчилари олиб боришган. Ж.Френкел ва Э.Роуз хорижий фоиз ставкалари юқорилиги, ЯИМнинг секин ўсиши, чет эл бевосита инвестицияларнинг ташқи қарзга нисбатан кам алоқадорлиги инқирознинг сабаби эканлигини аниқлашди. Тадқиқот натижасида жорий операциялар бўлими дефицити ва бюджет дефицитини валюта инқирози билан боғлиқ эмаслиги аниқланди. Шу билан бирга, улар спекулятив ҳужумнинг муҳим индикатори бўлиб қолмоқда. Канада банкининг мутахассислари кредит эмиссияси ҳажмининг ошиши, реал валюта курсига ортиқча баҳо бериш ва М2 ни хорижий захираларга бўлган нисбати ўзгаришини инқироз сабаблари, деб кўрсатмоқдалар. Мамлакат бозорини таҳлил қилиш учун валюта инқирози индексини қўллаш ўринлидир. Қуйида Ўзбекистон Республикаси ички валюта бозорига мослаштирилган индекс версиясини келтирамиз. Индекс қуйидагича аниқланиши мумкин:

$$C_{\text{rises}} = w_1 \Delta S_1 + w_2 (-\Delta R_1) + w_3 \Delta i_1;$$

бу ерда:

C_{rises} – валюта бозоридаги спекулятив босим индекси (валюта инқирози индекси);

ΔS_1 – ўзбек сўмининг ўртача ойлик номинал алмашув курсининг АҚШ долларига нисбатан ўсиш суръати;

ΔR_1 – Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг олтин-валюта захираларининг бир ойлик ўсиши суръати;

Δi_1 – банклараро кредитларнинг ўртача ставкасининг ўсиши даражаси;

w_1 – иқтисодий ўзгарувчиларга бериладиган вазнлар.

Индексни аниқлашда асосий муаммо вазнларни белгилаб олиш ҳисобланади. Улар бир неча функцияларни бажариши лозим. Биринчидан, иқтисодиётда индекснинг аҳамиятига берилган баҳони қамраб олиши лозим. Ўзбекистонда, фикримизча, банклараро кредит бозори иқтисодиётнинг реал секторининг иқтисодий фаоллигига

жуда кам таъсир кўрсатади. У ишонч рейтинги асосида тижорат банклари ҳамкорлигидан ташкил топган бўлади, аммо барча аъзолар тенг аҳамиятга эга эмас. Бу банкларнинг мавқеи ва мамлакатнинг молия тизимида тутган имиджига ҳам боғлиқдир. Бироқ ҳажми етарли даражада бўлмаса-да, ички валюта бозоридаги ҳолатни ҳам ҳисобга олиш лозим. Чунки бу валюта билан спекулятив операциялар авжига чиққан даврларда ликвидлилик манбаи бўлиб хизмат қилади ва пул-кредит соҳасида юзага келган беқарорлик даврида Марказий банкнинг тартибга солиш объекти бўлиб хизмат қилиши мумкин. Иккинчидан, вазнлар индекс компонентларининг тебраниш амплитудасини, масалан, -1 дан +1 гача бўлган диапазонда тенглаштириши лозим. Бу эса иқтисодий кўрсаткичлардан бири устуворлик қилишининг олдини олишга, улар динамикасини таҳлил қилишга имкон беради. Учинчидан, нисбатан тинч ва барқарор даврларда фоиз ставкалари ошаётганда, уларнинг ўсиш жадаллиги юқорилашганда вазнлар автоматик тарзда мувофиқлаштирилиши лозим. Бу талабларни ҳисобга олган тарзда, вазнларни қуйидаги тенглик билан ифодаласа бўлади:

$$w_1 - \alpha_1 : (|X_{cp}| + 1,5 \sqrt{\delta^2}) ;$$

бу ерда:

α_1 – индекс компоненти аҳамиятлигига берилган эксперт баҳоси, шу туфайли $\alpha_1 + \alpha_2 + \alpha_3 = 1$;

X_{cp} – n давр учун ўртача арифметик кўрсаткич ёки шу ҳолат учун n -қаторнинг оддий сирғанувчи ўртача кўрсаткичи;

δ^2 – охириги n даврга ҳисоблаб чиқилган дисперсия.

Вазн ўлчашнинг ўзига хослиги туфайли валюта инқирозининг индекси техник таҳлилидаги осциляторни эслатади. Техник индекторлар оиласидан айнан у мазкур ҳолатга яқинроқдир. Техник таҳлилнинг осцилятор услубларига тегишли айрим тавсияларни валюта инқир

рози индекс динамикасини ўрганишда қўлласа бўлади. Бу индекс белгиланган валюта курси режимини таҳлил этишда ёки барқарор даврлардаги «эгилювчан» валюта курсларига тўғри келади. Бошқача қилиб айтганда, индекс «ён» трендда яхшироқ самара беради. Чунки у кучли инерцияга эга. Бунинг натижасида, индекс беқарор даврларда иқтисодий ўзгарувчанликларнинг паст ва ўртача тебраниш амплитудаларини инкор этади. Индекс аҳамияти бирга яқинлашганда, валюта бозорида спекулятив босим ошиб кетганлигидан далолат беради. Бордию индекс салбий аҳамиятга эга бўлса, бозорда барқарорлик ўрнатилади. Кўп ҳолатларда индекс аҳамияти нолдан ошганда, бу тенденциялар янада мустаҳкамлашади.

Белгиланган мақсадлардан келиб чиқиб, ҳар бир мустақил таҳлилчи индекснинг вазн тизими ва унинг ўзгарувчанликларини қайта кўриб чиқиши мумкин. Масалан, индексда номинал эмас, балки реал валюта курси, жорий операциялар ҳисобининг ҳолати ёки савдо баланси кўрсатилиши мумкин. Мамлакат экспортида энергия ташувчи хом ашёлар устуворликка эга бўлганлиги туфайли, тўлов балансининг савдо кўрсаткичларни нефтга бўлган нархлар билан алмаштира бўлади. Бундан ташқари, иқтисодий ўзгарувчиларни Ўзбекистон Республикасининг ташқи мажбуриятлари, яъни қарзлари ёки пул таклифининг ўсиши (M2 пул агрегати) каби индикаторлар билан тўлдирилса, мақсадга мувофиқ бўлар эди. Валюта инқирози индексининг универсаллиги ва амалда ишлатилиши уни кўп имкониятли тадқиқот-дастак сифатида қўллаш имкониятини беради.

ХВФ иқтисодчиларининг 2000 йилда олиб борган тадқиқотлари валюта инқирозига бағишланган дастлабки ишларнинг янада такомиллашишига олиб келди. Тадқиқот доирасида ўтган асрнинг 90-йилларида содир бўлган инқирозларни бошидан кечирган мамлакатлар билан валюталари спекулятив ҳужумга дуч келмаган мамлакат-

лар қиёслаб ўрганилган. Савдо ва молиявий алоқалар, шунингдек, ички ва ташқи макроиқтисодий номутаносибликлар инқироз омиллари сифатида ўрганилди. Ривожланаётган бозорлар ва ривожланган мамлакатлар учун пробит-моделларни қўллаб, маълумотларни қайта ишлаш алоҳида-алоҳида ўтказилди. Тадқиқот натижалари шуни кўрсатадики, барча санаб ўтилган омиллар ривожланаётган мамлакатлар ўртасида инқирозларнинг тарқалишига олиб келади. Шу билан бирга, валюта режими ва капитал ҳаракати устидан назорат ўрнатиш инқирозларнинг ривожланишига тўсиқ бўла олмаслиги қайд этилди. Таъкидлаш лозимки, ички ва ташқи соғлом макроиқтисодий муҳитга эга бўлган мамлакатлар савдо ва молиявий инқирозларга камроқ дучор бўлади. Барча макроиқтисодий омиллар орасида ташқи номутаносибликлар эмас, балки ички дисбаланслар, яъни ЯИМнинг паст даражада ўсиши, салбий кўрсаткичлари муҳим аҳамият касб этади. Бироқ ички номутаносибликлар унчалик муҳим аҳамият касб этмайди. Улар реал валюта курси кўтарилганда, ўз таъсирини кўрсата бошлайди. Молиявий омиллар таркибида ҳукуматнинг захиралари етарли эмаслиги ва умумий хорижлик кредиторнинг мавжудлиги алоҳида ажралиб туради. Савдо инқирозини юзага келтирувчи субъектлар ҳақида гап борганда, улар фақат жорий операциялари қолдиғи салбий бўлган мамлакатларга ўз таъсирини ўтказади. Юқори даражадаги ишсизлик, жорий операциялар бўйича салбий баланс ва иқтисодий ривожланишнинг сустлиги саноати ривожланган мамлакатлардаги инқирозларнинг асосий манбалари бўлиб қолмоқда.

Маълумки, муайян инқирозларни аниқ изоҳловчи моделда прогноз кўрсаткичларни баҳолаш имкони мавжуд эканлигидан далолат бермайди. Европа моделининг прогноз қилувчи сифатларини аниқлаш учун синалган моделлар, яъни Г.Камински ва К.Рейнхарднинг сигнал берувчи ёндашуви, Френкел ва Роузнинг пробит-моделли, шунинг-

дек, Ж.Сакс, А.Торнелл ва Веласконинг эҳтимолий регрессияси билан қиёслашади²⁷. Натижада Европа модели бошқа моделларга қараганда, нафақат инқироз ҳақида олдиндан хабар бера олади, балки унинг кўлами ҳажмини ҳам белгилай олади. Модел муаллифининг фикрича, прогноз қилишда муваффақият шундан иборатки, моделлаштиришда макроиқтисодий омиллар эмас, балки инфекция феномени асос қилиб олинганлигидадир: «Молиявий ўзаро боғланиш даражаси, ривожланаётган бозорларнинг ўзаро молиявий боғланиши ва иқтисодиётнинг реал секторининг интеграциялашуви инқирозларни тушунтирувчи ва башорат қилувчи яккаю ягона энг аниқ индикатор бўлиб ҳисобланади»²⁸.

Валюта инқирозлари аксарият иқтисодчи олимларни тадқиқот ўтказишга ундаган бўлса-да, улар олдида бир қатор ўз ечимини кутаётган масалалар турибди. Масалан, валюта инқирозларини қандай қилиб башорат қилиш ва олдини олиш мумкин ва нима учун улар бир-биридан анча фарқланади? Мэриленд университети Халқаро Иқтисодиёт Маркази директори Г.Кальвонинг фикрича,²⁹ муайян турдаги инқирозларни қиёсий таҳлил қилиб бўлмайди, чунки улар ҳар хил моҳиятга эга. Унинг фикрича, ривожланаётган мамлакатларга хос бўлган инқирозлар олдиндан билиш мумкин бўлган инқирозлардир. Бошқа инқирозларнинг моҳиятини фақат ретроспектив таҳлил асосида очиб бериш мумкин. Бундай моделлаштиришда тадқиқотчи инқирозга таъсир этувчи омиллар

²⁷ Sachs, Jeffrey D., A.Tornell, and Andre's Velasco, 1996, "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", Brookings Papers on Economic Activity: 1, Brookings Institution, pp. 147-215.

²⁸ Velasco, Andre's, 1987, "Financial and Balance of Payments Crises: A Simple Model of the Southern Cone Experience" *Journal of Development Economics*, Vol. 27 (October), pp. 263-83.

²⁹ Guillermo A. Calvo "CAPITAL FLOWS AND CAPITAL-MARKET CRISES: The Simple Economics of Sudden Stops", *Journal of Applied Economics*, Vol. 1, No. 1, November 1998, pp. 35-54.

кўламини кенгайтиради. Учинчи турдаги инқирозларни фақат фундаментал макроиқтисодий омиллар асосида тушунтириш қийин, бу эса, мукамал ва тўлиқ шакллантирилган маълумотлар базасининг мавжуд бўлишини тақозо қилади.

Умуман олганда, тузилмавий моделларда инқирознинг етакчи индикаторлари сифатида Марказий банк ички кредитлари ва фоиз ставкасининг ўсиши олингани ҳолда, нотузилмавий моделларда асосий эътибор валюта захиралари динамикаси ва реал валюта курсининг қайта баҳоланишига қаратилади. Яхлит ҳолда мазкур икки моделга асосланиб валюта инқирозининг асосий истиқбол индикаторлари сифатида қуйидагиларни ажратиб кўрсатиш мумкин:

- реал валюта курсининг қайта баҳоланиши;
- монетар органларнинг валюта захиралари етарлилиги;
- Марказий банкнинг ички кредитларининг ортиши;
- жорий операциялар ҳисобварағининг ЯИМга нисбати;
- хорижий фоиз ставкаларнинг ўсиши.

Бу индикаторлар валюта инқирозининг юзага келиши маълум маънода монетар органлар сиёсати билан боғлиқлигини ҳам кўрсатади. Керагидан ортиқ экспанцион сиёсат охир-оқибат кредит ҳажмининг кескин ортиши ва ўз навбатида, ортиқча қарз жамланишига олиб келади. Кредит экспансияси эса, реал активларга бўлган инвестицияларнинг кескин ортиши ва шунинг асосида кўчмас мулк ва фонд бозори активлари баҳоларининг ноодатий юқори даражага кўтарилишига сабаб бўлади. Баҳоларнинг бундай сохта ошиши замирида бир қатор омиллар, хусусан:

- молиявий муассасаларнинг агрессив хулқи;
- молиявий эркинлаштириш;
- молиявий муассасалардаги риск бошқаруви даражасининг етарли эмаслиги;

- банк секторини тартибга солиш тизимидаги нуқсонлар;
- узоқ муддат давомидаги юмшоқ пул-кредит сиёсати;
- реал активлар баҳоси ўсишини рағбатлантирувчи фискал сиёсат;
- иқтисодий истиқболга нисбатан ортиқча ишонч ва бошқалар мужассамдир.

Банк секторининг хорижий валюта захиралари билан таъминланмаган мажбуриятларининг ошиши билан молия тизими барқарорлигига нисбатан таҳдид кучаяди. Бу эса, ҳукумат олдида инфляция жараёнларини жиловлаган ҳолда, ташқи макроиқтисодий позицияни мувофиқлаштириш вазифасини қўяди. Бунда қаттиқ пул-кредит сиёсатини қўллаш молиявий активлар баҳосининг пасайтиришга хизмат қилиши билан бирга иқтисодий фаолликнинг пасайиши ва қарзга хизмат кўрсатишнинг оғирлашишига олиб келиши мумкин. Валюта бозорига кучли тазйиқ узоқ вақт давом этгач, миллий валютадан қочиш жараёни кучаяди ва бу валюта инқирози билан якун топади.

Бундан ташқари, валюта инқирози мамлакат ички иқтисодий сиёсати ва танланган валюта курси режими ўртасидаги номувофиқлик сабабли ҳам юзага келиши мумкин. Бундай номувофиқлик Марказий банкнинг етарли валюта захираларига эга бўлган шароитда тез суръатда ўзини кўрсатмаслиги мумкин. Бироқ ҳукумат валюта захираларининг етарли даражаси таъминланмаган шароитда, миллий валюта курсига спекулянтларнинг ҳужуми кескин тус олади. Демак, инвесторларда мамлакат хорижий валюта захиралари етарлилигига нисбатан шубҳа пайдо бўлса, бу пировард натижада, миллий валютадаги активларга эгалик қилишдан қочиш ва капиталнинг мамлакатда катта миқдорда чиқиб кетишига сабаб бўлади.

Бу ўринда ривожланаётган мамлакатлар учун валюта инқирозидан ҳимояланишда ликвидлиликни бошқа-

ришни такомиллаштириш муҳим чора бўла олишини таъкидлаш жоиз. Ликвидлиликни бошқариш қисқа муддатли ташқи қарзни камайтириш, ликвид хорижий активларни жамғариш ва хорижий валютадаги кредитларни мунтазам жалб қилиш имкониятига эга бўлиш кабиларни қамраб олади. АҚШ ФЗТнинг собиқ Раиси А.Гринспэн 1999 йилда ривожланаётган давлатлар ҳеч бўлмаганда, ташқи қарзнинг йиллик ҳажмига етарли хорижий валюта захираларини шакллантиришлари лозимлигини таъкидлаган эди.

Таъкидлаш лозимки, қарзни бошқаришда Европа валюта иттифоқи мамлакатлари конвергенциясининг мезонлар тизими муҳим амалий аҳамият касб этади. Зеро, иттифоққа аъзо бўлиш учун Маастрихт келишувида ифодаланган талаблар бажарилиши лозим. Уларнинг айримлари куйидагилардир:

– давлат қимматли қоғозлари бўйича фоиз ставкалари Европа иттифоқи уч етакчи давлатининг айнан шундай кўрсаткичларидан 2 фоиздан ортиққа ошиши мумкин эмас;

– давлат молияси ҳолати яхшиланиши лозим. Давлат бюджети дефицити ЯИМнинг 3 фоизидан ошмаслиги лозим;

– ялпи давлат қарзи ЯИМнинг 60 фоизидан ошмаслиги лозим ёки тез суръатларда 60 фоизга пасайтирилиши лозим.

Хулоса қилиб айтганда, жорий валюта инқирози миллий валюта бозоридаги операциялар ҳажмини қисқартиришга сабаб бўлади ва шунинг асосида валютани тартибга солиш тизимининг имкониятларини чекланиб қолишига олиб келади. Глобал валютавий инқирозлар эса, халқаро ссуда капитали ва тадбиркорлик капиталининг давлатлар ўртасида номутаносиб тақсимланишини кучайтиради, улардан фойдаланиш самарадорлигига салбий таъсир қилади.

1.4. Молиявий инновациялар ва ҳосила молиявий инструментларининг ривожланиш тенденциялари

Маълумки, назарий жиҳатдан молиявий инновациялар молиявий маҳсулотлар ва хизматлар турларини кўпайтириш ҳисобига молиявий воситачилик самарадорлигини оширишга хизмат қилади. Бунда бир томондан, индивидуал жамғармаларга бўлган талаб, иккинчи томондан, янги маҳсулотни ишлаб чиқаришни кенгайтириш учун маблағ жалб қилишга бўлган талаб қондирилади. Капиталнинг жамғарилишининг бундай жадаллашуви иқтисодий ўсишга олиб келади³⁰.

Молиявий инновациялар деганда, одатда, молия-кредит операцияларининг янги технологиялари, янги молия-кредит инструментлари ва маҳсулотлари тушунилади. Амалдаги молиявий маҳсулотлар ва хизматларнинг янгилиниши, шунингдек, уларнинг янги турларини ишлаб чиқилиши сўнгги 30 йил мобайнида жаҳон молия бозори ривожланишининг етакчи омили вазифасини ўтади. Муҳим молиявий инновациялар қаторига кредит карточкалари, ҳосилавий қимматли қоғозлар ёки деривативлар, хусусан, форвард, фьючерс, опцион, своп, конвертирланадиган қимматли қоғозлар (варрантлар ва конвертирланадиган облигациялар) кабиларни киритиш мумкин.

Албатта, молиявий инновациялар ривожланишини молиявий эркинлаштиришнинг самарадорлиги билан боғлаш мумкин. Таъкидлаш жоизки, молиявий эркинлаштириш натижасида ресурсларни тақсимлаш такомиллашди, иқтисодий ўсишнинг барқарорлиги ортди, молиявий воситачиликнинг таннархи пасайди, рискни баҳолаш ва ундан ҳимояланиш имкониятлари кенгайди. Молиявий ин-

³⁰ Chou, Yuan K. Modeling Financial Innovation and Economic Growth: Why the Financial Sector Matters to the Real Economy // Journal of Economic Education. 2007. Vol. 38. № 1. P. 78-91.

новациялар ривожланишини технологияларнинг тараққиётисиз тасаввур этиб бўлмайди. Молия тизимига инновацион технологияларнинг жорий этилиши техник-иқтисодий тараққиётнинг бир «тўлқини»дан бошқасига ўтиш учун зарур шарт-шароитларни юзага келтирди³¹.

Бироқ молиявий инновацияларнинг баҳолар динамикасига нисбатан бир текис таъсирга эга бўлмаслигини ҳам қайд этиш жоиз. Бошқача айтганда, молиявий инновациялар таъсири натижасида баҳо мавжуд шарт-шароитларга нисбатан янада таъсирчан бўлиб қолади. Молиявий инновацияларнинг сезиларли даражада ноаниқлиги шароитида баҳолар тебранувчанлигининг ошиши эҳтимоли юқори бўлади³².

2000 йиллар қимматли қоғозлар турларининг кўпайиши ва молиявий рискларнинг диверсификацияланиш даражасининг ошиши билан тавсифланади. 2008 йилга келиб секьюритизацияланган кредитлар ҳажми 28 трлн. АҚШ доллариغا етган. 2000 йилдан ҳозирга қадар хеджирлаш фондларининг активлари қиймати 5 баробарга кўпайган.

Деривативлар рискни қайта тақсимлашнинг қулай воситаси ҳисобланади. Бироқ ҳозирги жаҳон молиявий инқирози деривативлар билан боғлиқ фундаментал муаммони кўрсатиб берди, яъни деривативлар рискни тақсимлайди, ҳар бир молиявий активнинг дефолт эҳтимолини кўрсатиб беради, лекин айти пайтда ҳеч ким кузата олмайди ва ўлчаш амримаҳол бўлган йирик тизимли рискни юзага келтиради.

Деривативлар ва ҳосила молиявий инструментларининг шаффофлиги паст бўлган янги шаклларининг чиқарилиши, улар устидан самарали назоратнинг йўлга қўйил-

³¹ Сергиенко Я. О финансовом механизме длинноволновых технико-экономических изменений // Вопросы экономики, 2004, №1, сс. 66-81

³² Citanna Alessandro. Financial Innovation and Price Volatility // NED Department of Economics Working Paper № 685/1999. March 2000 (<http://ssrn.com/abstract=260912>).

маганлиги ҳозирги глобал молиявий инқирознинг асосий сабабларидан бири сифатида эътироф этилиши ҳам бежиз эмас.

Дастлаб деривативлар етарлича содда бўлиб, форвард ва фьючерслар етказиб бериладиган товар, қимматли қоғозлар ва валюталарнинг баҳоси, ҳажми ва муддатини олдиндан қатъий белгилашга хизмат қилар эди. Опционлар эса мукофот эвазига қимматли қоғоз ва валютани сотиб олиш ёки сотиб олмаслик ҳуқуқини берди. Кўпгина иқтисодчилар фикрича, деривативлар билан битимларда спекулятив мотив етакчилик қилади. Бироқ вақт ўтиши билан маълум бўлдики, деривативлар рискларни бартараф этиш учун ҳам хизмат қилади.

Ҳозирги кунда ҳосила молиявий инструментлари турли-туман. Масалан, уларнинг айримларини қуйида келтирамиз:

- CDO (collateralized debt obligation) – қарзли облигациялар билан таъминланган тижорат қоғози;

- ABS (asset-backed securities) – активлар билан таъминланган қимматли қоғозлар (автокредитларни ҳам қамраб олади);

- MBS (mortgage-backed securities) – ипотекага асосланган қимматли қоғозлар;

- RMBS (residential mortgage-backed securities) – уй-жой ипотека қимматли қоғозлари билан таъминланган қимматли қоғозлар;

- CDS (credit default swap) – инвесторни кредит қайтмаслигидан кафолатловчи қимматли қоғозлар.

CDS ҳосилавий инструмент сифатида 10 йил аввал пайдо бўлди. Ушбу қимматли қоғоз облигация эгаларини тўловга ноқобиллик risksидан ҳимоя қилишга мўлжалланган. 2008 йилнинг биринчи ярмига келиб, дефолт своплари бозори тарихда илк бор 12 фоизга камайди.

Ипотекага асосланган қимматли қоғозлар (MBS) секьюритизацияланган активлар жумласига кириб, айти пайтда тузилмалашган (structured) инновацион молиявий

маҳсулот ҳисобланади. Агар MBS инструментининг сотуви бўйича дастлабки битим 1970 йилда Ginnie Mae билан тузилган бўлса, 2005 йилга келиб, «Bond Market Association» баҳоларига кўра, биргина АҚШда тузилма-лашган молиявий маҳсулотлар бозори 8 трлн. АҚШ дол-ларидан ошган³³.

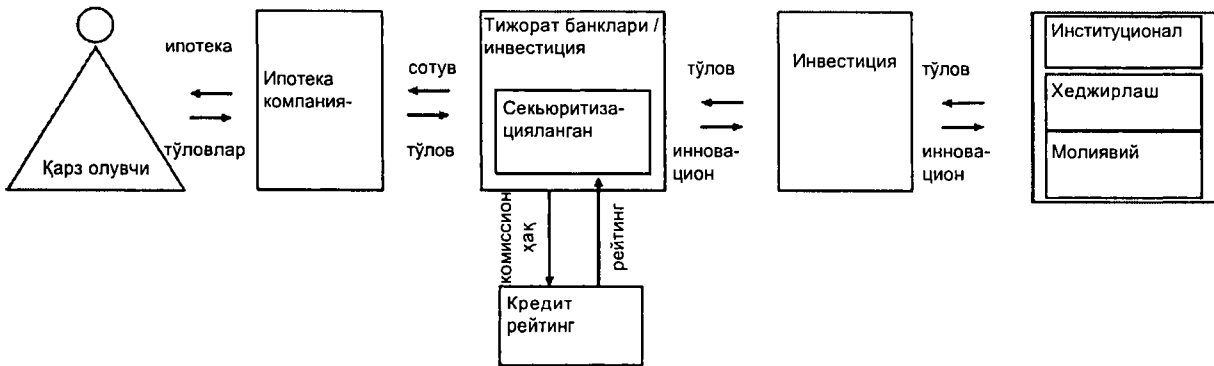
Банкларнинг молиявий ресурсларга ва фойдага ортиқ-ча «ташналоги» уларни нафақат юқори рискли ипотека кредитларини беришга, балки ишончли кредитларни паст сифатли кредитлар билан аралаштириш ва жамлаш асо-сида секьюритизациялаш амалиётини қўллашга ундади.

Молиявий инновациялар, ўз навбатида, бир қатор афзалликларни берганлигини ҳам қайд этиш жоиз. Ма-салан, паст даромадли аҳоли қатламининг уй-жой билан таъминланиши, корпоратив реструктуризациялаш натижа-сида самарадорликнинг ошиши, рискларни трансферлаш-нинг такомиллашиши шулар жумласидандир. Айти пайт-да секьюритизациялаш кредитлаш жараёнидаги рискни бошқаришнинг муҳим жиҳатларининг ўзгаришига олиб келди, яъни кредит берувчиларнинг қарз олувчилар си-фат кўрсаткичларини таҳлил қилишга нисбатан ёндашу-ви сусайди.

Бундан ташқари, инновацион тузилмалашган маҳсу-лотларнинг шаффофлик даражаси етарли эмаслиги ҳамда асосланмаган рейтингга эгаллиги уларнинг сўнгги инвесторлар ва бундай инновацион маҳсулотларни яра-тувчилар ўртасида қатор воситачиларнинг мавжудлиги (originate & distribute модели) билан ҳам белгиланади.

1.3.1-расмдан кўриниб турибдики, қарз олувчидан тор-тиб то сўнгги инвесторгача бўлган ҳар бир воситачи ўрта-сида инфорацион гәп мавжуд. Бошқача айтганда, ипо-тека компаниялари ва ипотекага ихтисослашган банклар томонидан ажратилган кредитларнинг таъминоти, қарз

³³ Смирнов А. Кредитный «пузырь» и перколяция финансового рынка // Вопросы экономики, 2008, №10. - сс. 6-31.



1.3.1-расм. Паст навли (subprime) ипотека кредити ва унинг секьюритизацияланиб инвесторларга тарқалиши

олувчининг кредит тарихи, секьюритизация мақсадларида сифатли ва сифатсиз кредитларнинг бирга пакетланиши ва улар устидан қимматли қоғозларнинг муомалага чиқарилиши ҳақида сўнги инвестор тўлиқ ахборотга эга бўлмайди. Бу ўринда, рейтинг агентликларининг мазкур қимматли қоғозларга юқори рейтинг беришига асос бўлган методологик муаммоларнинг мавжудлигини ҳам эътибордан четда қолдирмаслик зарур. Чунки рейтинг агентлари томонидан берилган баҳо инвесторларнинг пул маблағларини жойлаштириш бўйича қарорларига тўғридан-тўғри таъсир қилади. Шу туфайли ҳам инқироздан кейинги ислохотларда рейтинг агентликларини халқаро тартибга солиш институтини барпо этишга ўрин берилса, ажаб эмас. Зеро, ҳар қандай молиявий актив, хусусан, қимматли қоғозларга берилган рейтинг ҳолисона шаклланиши, муайян методологияга асосланиши ва бу услубиёт барча инвестор ҳамда молиявий воситачиларга маълум бўлиши, шунингдек, рейтинг агентликлари фаолияти устидан етарлича назорат йўлга қўйилиши лозим.

Халқаро ҳисоб-китоблар банки маълумотларига кўра, молиявий деривативлар билан халқаро операциялар нафақат халқаро, балки миллий бозорлардаги молиявий муассасалар томонидан амалга ошириладиган барча операцияларнинг сезиларли қисмини ташкил этади. Сўнги ўн йил давомида молиявий деривативларнинг жаҳон бозори ҳажми 8 мартадан ортиққа кўпайган (1.4.1-жадвалга қаранг). Деривативлар номинал қиймати 684 трлн. АҚШ долларини ташкил этиши бу глобал ЯИМдан 10 марта кўп демакдир. Базавий активи валюта, фоиз ставкаси, акциялар, товарлар бўлган барча деривативлар ҳажмида ўсиш тенденцияси кузатилган. Дефолтдан суғурталаниш воситаси ҳисобланган кредит дефолти своплари 2004 йилдаги 6 трлн. АҚШ долларидан 2008 йилнинг ярмига келиб 57 трлн. АҚШ долларига етган. Глобал молиявий-иқтисодий инқироз чуқурлашуви натижасида қарздорларнинг банкротга учраши ошса, дефолтдан

1.4.1-жадвал

1998-2008 йилларда ҳосилавий молиявий инструментларнинг номинал қиймати (трлн. АҚШ доллари)³⁴

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (июнь)
Жами, шу жумладан:	80	88	95	111	142	197	258	298	415	595	684
Валюта битимлари:	18	14	16	17	18	24	29	31	40	56	63
форвардлар	12	10	10	10	11	12	15	16	20	29	32
валютавий своплар	2	2	3	4	5	6	8	9	11	14	16
опционлар	4	2	2	2	3	6	6	7	10	13	15
Фоиз ставкаси учун битимлар:	50	60	65	78	102	142	191	212	292	393	458
фоиз ставкасига форвардлар	6	7	6	8	9	11	13	14	19	27	39
фоиз ставкасига своплар	36	44	49	59	79	111	151	169	230	310	357
опционлар	8	9	9	11	14	20	27	29	43	57	62
Акциялар билан боғлиқ битимлар:	1	2	2	2	2	4	4	6	7	8	10
форвардлар ва своплар	0	0	0	0	0	1	1	1	2	2	3
опционлар	1	2	2	2	2	3	4	5	6	6	8
Хош ашё товарларига битимлар	0	1	1	1	1	1	1	5	7	8	13
олтин	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
бошқа товарлар	0	0	0	0	1	1	1	5	6	8	13
Дефолтдан суўурталаш (credit default swaps)	-	-	-	-	-	-	6	14	29	58	57

³⁴ Халқаро ҳисоб-китоблар банки маълумотлари асосида тузилган.

суғурталовчи томонлар учун жиддий таҳдидлар юзага келиши мумкин.

Энди 1.4.2-жадвал маълумотлари асосида ҳосила молиявий инструментларнинг бозор қийматини таҳлил қиламиз. Қуйидаги жадвал маълумотлари кўрсатишича, 2008 йилга келиб биржадан ташқари бозорларда деривативлар

1.4.2-жадвал

Глобал биржадан ташқари деривативлар бозори, млрд. АҚШ доллари (2008 йилнинг июнь ойи ҳолатига³⁵)

Бозор сөгменти	Барча битимларнинг ялпи номинал қиймати	Ялпи бозор қиймати
Валюта деривативлари (Foreign exchange derivatives)	62983	2262
Валюталарни айирбошлашга форвардлар ва своғлар (Outright forwards and forex swaps)	31966	802
Тўловларни айирбошлашга своғлар (Currency swaps)	16307	1071
Опционлар (Options)	14710	388
Фоизли деривативлар (Interest rate derivatives)	458304	9263
Форвард-фоиз битимлари (FRAs)	39370	88
Своғлар (Swaps)	356772	8056
Опционлар (Options)	62162	1120
Акцияларга деривативлар (Equity-linked derivatives)	10177	1146
Форвардлар ва своғлар (Forwards and swaps)	2657	283
Опционлар (Options)	7520	863
Товар деривативлари (Commodity derivatives)	13229	2209
Олтинга шартномалар (Gold)	649	68
Форвардлар ва своғлар (Forwards and swaps)	12580	2142
Кредит дефолт своғлари (Credit default swaps)	57325	3172
Бошқалар (тақсимланмаган)	81708	2301
Жами	683725	20353

³⁵ Халқаро ҳисоб-китоблар банки ҳисобот маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

вативлар бўйича тузилган шартномаларнинг бозор қиймати 20 трлн. АҚШ долларидан ошган.

Таҳлиллар кўрсатишича, базавий активи валюта, фоиз ставкаси, товар бўлган ҳосила молиявий инструментлари орасида своплар ялпи бозор қиймати жиҳатидан юқори салмоқни ташкил қилган. Бундан ташқари, ҳозирги пайтда товар ва хизматлар экспорти ва импорти, шунингдек, хорижий инвестициялар бўйича конверсион операцияларга нисбатан спекуляция мақсадидаги конверсион операциялар сезиларли даражада юқоридир. Биргина 2006 йилда товарлар ва хизматлар экспорти 10,5 трлн. АҚШ долларини, хорижий инвестициялар ҳажми – 1800 млрд. АҚШ доллари ва жаҳон банк тизимидаги хорижий активлар миқдори – 9,7 трлн. АҚШ долларини ташкил қилган шароитда, кунлик валюта операциялари айланмаси 2 трлн. АҚШ долларини ташкил қилган. 2007 йилга келиб эса бу кўрсаткич 3,2 трлн. АҚШ долларига етган³⁶.

Умуман олганда, сўнгги пайтларда инновацион молиявий маҳсулотлар ҳажмининг сезиларли даражада ортиши ва уни тартибга солишнинг самарали тизими шакллантирилмаганлиги молия ва реал сектор ўртасида кескин номутаносибликнинг юзага келишига сабаб бўлди.

³⁶ Халқаро ҳисоб-китоблар банки маълумотлари.// www.bis.org.

2-БОБ.

ДУНЁ МАМЛАКАТЛАРИНИНГ ГЛОБАЛ МОЛИЯВИЙ ИНҚИРОЗГА ҚАРШИ ЧОРАЛАР ДАСТУРЛАРИ ВА УЛАРНИ АМАЛГА ОШИРИШ МЕХАНИЗМИ

2.1. Тараққий этган мамлакатларнинг глобал молиявий инқирозга қарши чоралар дастурлари: таркиби ва устувор йўналишлари

Маълумки, глобал молиявий инқироз ортиқча ликвидлилик ва юқори даражада интеграциялашган халқаро молия тизимининг етарли даражада тартибга солинмаслиги натижасида юзага келди ва жаҳон иқтисодиётининг рецессияга учрашига олиб келди. Аввалги молиявий инқирозлардан олинган сабоқлар мамлакатларга инқироз кескин чуқурлашиб кетишининг олдини олишга қаратилган тезкор чора-тадбирларни ишлаб чиқиш имконини берди. Банк тизимининг капиталлашувини ошириш, ликвидлиликни таъминлашга қаратилган пул-кредит сиёсатидаги ўзгаришлар шулар жумласидандир.

Ҳозирда инқироз АҚШ ипотека бозоригагина тааллуқли эмас. Молиявий активлар бозори уларнинг қарздорлари юқори кредит рейтингига эга бўлишига қарамасдан, инқироз таъсири остида қолди. Bear Stearns АҚШнинг 5-энг йирик инвестиция банки ва Британиянинг Northern Rock тижорат банкига ёрдам чоралари кўрилди. Bear Stearnsдан сўнг кредит бозоридаги ҳолат бироз яхшиланди. Кредит риск мукофотлари бирмунча муддат кескин камайди, яъни молия бозорларига ишонч қайтгандек туюлди. Бироқ 2008 йилнинг 15 сентябрида Lehman Brothersнинг банкрот деб эълон қилиниши (унинг умумий фаолияти қарийб 160 йилни ташкил этарди) билан молиявий инқироз муҳим бурилиш нуқтасини ясади.

Европа ва АҚШдаги бир қатор банклар оғир муаммоларни бошдан кечирди. Сотилиши ёки миллийлаштирилиши кўндаланг қўйилган банклар ва молия муассасалари сирасига Бельгияда Fortis, АҚШда Merrill Lynch ва AIG, шунингдек, Германияда Hypo Real Estate киритиш мумкин. Хусусан, Merrill Lynch – АҚШнинг энг йирик брокерлик фирмаси Bank of America га 50 млрд. АҚШ долларига сотилди. Шунингдек, АҚШнинг йирик суғурта компанияси AIGнинг ҳолати ёмонлашгач, уни қутқариш чоралари кўрилди, хусусан, ФЗТ 85 млрд. АҚШ доллари миқдоридан уч ойлик Libor плюс 0,85 фоиз ставкасида ссуда ажратган бўлса, АҚШ ҳукумати компаниянинг 79,9 фоиз улушини сотиб олди. Ҳукуматнинг навбатдан ташқари бундай аралашуви фавқулодда зарур эди.

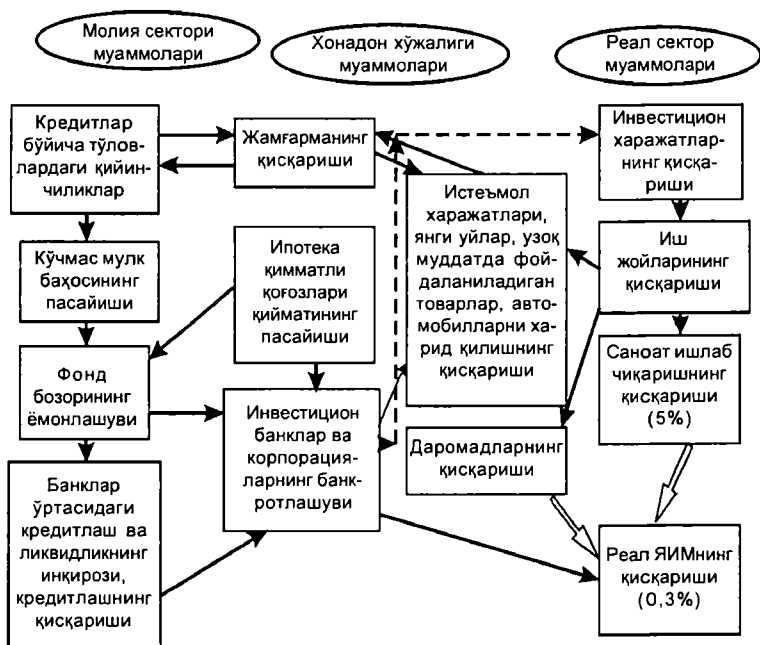
Кейинчалик Bear Stearns қисқа муддатли молиялаштириш манбаларини топа олмагач, таназзулга учради ва JPMorgan Chase томонидан сотиб олинди. Қайд этиш жоизки, JPMorgan Bear Stearns учун 230 млн. АҚШ долларидан ортиқ маблағ тўлаган. Ваҳоланки, ипотекали секьюритизация активлари 2007 йилнинг 30 ноябрь ҳолатига кўра 30,3 млрд. АҚШ доллари миқдоридан баҳоланган эди³⁷.

Дунёдаги йирик банк гуруҳи City Bank ҳам глобал молиявий инқироздан катта зарар кўрди. Биргина 2008 йилнинг учинчи чорагида унинг зарарлари ҳажми 3 млрд. АҚШ долларини ташкил этди. Ҳукумат ушбу банк акцияларининг 7,6 фоизи эвазига 20 млрд. АҚШ доллари миқдоридан молиявий ёрдам ва 306 млрд. АҚШ доллари миқдоридан ҳукумат кафолатини тақдим этди.

АҚШда молия секторида авж олган инқирознинг хонадон хўжалиги ва реал секторга трансформацияланиши 2.1.1-расмда ўз ифодасини топган. Ундан кўринадики, ипотека қимматли қоғозлари бозоридаги танглик ҳақиқий

³⁷ http://www.banking-business-review.com/article_feature.asp?guid=198FE768-A593-460B-AFFD-85301705565#

маънодаги молиявий инқирозга, хонадон хўжалиги ва реал секторда чуқур муаммоларнинг юзага келиши билан эса, иқтисодий инқирозга айланиб кетган. Саноат ишлаб чиқаришнинг қисқариши, даромадларнинг пасайиши, банклар ва корпорацияларнинг банкротликка учраши пировард натижада мамлакат ЯИМнинг камайишига олиб келган.



2.1.1-расм. АҚШ иқтисодиётида инқироз ҳолатларини ривожланиш йўналишлари

Жаҳон молиявий инқирозини АҚШ шароитида барта- раф этиш мақсадида «Полсон режаси» деб номланувчи (Молия вазири Генри Полсон номи билан боғлиқ) бутун молия тизимини қутқариш режаси (ингл. Proposed bailout of U.S. financial system) ишлаб чиқилди. Полсон режаси

АҚШ ФРТдан банкларга 700 млрд. АҚШ доллари миқдорида кредитлар ажратилишини кўзда тутар эди. Фазначилик томонидан жорий ноликвид активларни харид қилиниши бу режадаги бош ғоя вазифасини ўтайди. Бундан мақсад банкларни уларнинг балансида осилиб турган ёмон активлардан холос этиш ва ушбу активларнинг реал қиймати борасидаги ноаниқликларни бартараф этиш эди. Режанинг қай йўсинда ижро этилиши узоқ муддат номаълумлигича қолди. Бунда муҳим масалалардан бири активларнинг қандай баҳода сотиб олинishi эди. Бундан ташқари, режадаги асосий ҳолатлар сифатида бизнес ва аҳолига солиқ имтиёзларини бериш ва энергетика соҳасида махсус рағбатлантириш чораларини кўриш кабиларни эътироф этиш мумкин. Полсон режаси танқидчилари фикрича, банклар ва бошқа молия институтларидан муаммовий активларни сотиб олиш учун махсус хеджирлаш фондини ташкил этиш лозим, зеро бу фонд банкларнинг зарарларини суғурталаш билан шуғулланади.

Бундан ташқари, АҚШда инқирозга қарши чораларнинг «Обама режаси» ҳам ишлаб чиқилган бўлиб, у солиқ ставкаларини камайтириш, федерал харажатларни ошириш ҳисобига АҚШ иқтисодиётини рецессиядан чиқаришга қаратилган 825 млрд. АҚШ доллари миқдоридagi молиявий рағбатлантиришни кўзда тутди. Мазкур режага батафсилроқ тўхталадиган бўлсак, у солиқларни камайтириш орқали солиқ тўловчиларга 275 млрд. АҚШ доллари миқдоридagi молиявий кўмак, 550 млрд. АҚШ доллари миқдоридagi молиявий маблағларни инфратузилма лойиҳалари, ишсизларни қўллаб-қувватлаш, қашшоқларга молиявий ёрдам, мактабларни таъмирлаш кабиларга сарфланишини кўзда тутди.

Ўз навбатида, АҚШ Президенти Барак Обама Г.Полсоннинг молия институтларини капитал билан кўпроқ таъминлаш ва шунинг асосида уларни уй хўжаликлари ҳамда хўжалик субъектларини кредитлашга рағбатлантиришни

назарда тутувчи молиявий кутқариш режасини қўллаб-қувватлашни таъкидлаган.

Ҳозирги кунда АҚШ ҳукумати томонидан АҚШ молия бозорларини таназзулдан кутқариш мақсадида сарфланган молиявий маблағлар қарийб 1 трлн. АҚШ доллари миқдорида баҳоланмоқда. Бошқача айтганда, дастлабки 700 млрд. АҚШ доллари миқдоридаги молиявий кўмак ҳажми оширилиб, банкларнинг капиталлашув даражасини ошириш, банкларнинг уч йилгача бўлган янги қарз мажбуриятлари юзасидан федерал кафолатлар бериш кабиларга йўналтирилиши мўлжалланди.

Банк-молия тизимида банкротлик ҳолатларининг кўпайиши етакчи Европа ҳукуматлари ва бошқа давлатларни молиявий имкониятлар ҳамда кучларни бирлаштиришга ундади. 2008 йилнинг 18 сентябрига келиб, Шимолий Америка, Европа Иттифоқи ва Япония марказий банклари банкларнинг ликвидлилик муаммоларини ҳал этиш мақсадида умумий суммаси 247 млрд. АҚШ долларини ташкил этувчи доллар интервенциясини ёппасига ўтказиш таклифи билан чиқишди.

Франция Президенти П. Саркози Парижда Европанинг етакчи давлатлари ҳисобланган Буюк Британия, Германия ва Италия раҳбарларини йиғиб, бошқача айтганда, «инқирозга қарши саммит»га чақириб, Европа молия бозорини барқарорлаштириш режасини таклиф қилди. Бу режа муаммоли Европа молиявий компанияларига кўмак бериш мақсадида қарийб 300 млрд. еврога Умумевропа фондини ташкил этишни кўзда тутарди. Бироқ «Саркози режаси» Италия томонидан (Берлускони) қўллаб-қувватлангани ҳолда, Германия (Канцлер Меркель) ва Британия (Гордон) томонидан рад этилди. Чунки улар дастлаб Европанинг етакчи давлатлари молиявий инқирозни мустақил равишда бартараф эта олишларига ишонган эдилар.

11-12 октябрда Вашингтонда G-7 молия вазирлари саммитида бошқа «Режа» қабул қилиниб, у:

– барча мавжуд маблағларни муҳим молия муасса-

саларини қўллаб-қувватлаш, уларни банкрот бўлишига йўл қўймаслик учун сарфлаш лозимлиги;

- кредит ва пул бозорларини қайта тиклаш, банклар ва бошқа молия муассасаларини ликвидлик ва молиялаштириш учун эркин имкониятга эга бўлишини кафолатлашга қаратилган барча зарур чораларнинг кўрилишини таъминлаш;

- ишончни тиклаш, бизнес ва хусусий шахсларни янгидан кредитлаш мақсадида тижорат банкларининг хусусий ва давлат манбаларидан етарли даражада капитал жалб қилишларини таъминлаш;

- давлат кафолати тизими орқали омонатларни суғурталаш бўйича миллий дастурларнинг ишончлилигини таъминлаш;

- ипотека ва бошқа қимматли қоғозларнинг иккиламчи бозори фаолиятини қайта тиклашга қаратилган қўшимча чораларни қабул қилишни кўзда тутар эди.

Молиявий инқироз чуқурлашининг олдини олиш мақсадида Буюк Британия иқтисодиётининг негизини ташкил этувчи банк тизимини барқарорлаштириш чораларини қабул қилди. Бу мақсадда давлатнинг банк секторидаги роли кучайтирилди: Northern Rock ва Bradford & Bingley банклари миллийлаштирилди. Шунингдек, Royal Bank of Scotlandнинг назорат пакети ва Lloyds Banking Group акцияларининг 43 фоиздан ортиғи Англия банки ихтиёрига ўтди. Ҳукумат банклардан умумий миқдори 50 млрд. фунт стерлинг бўлган муаммоли активларни сотиб олди. Бундан ташқари, ҳукумат томонидан банклараро кредитлар бўйича 250 млрд. фунт стерлинг, кичик ва ўрта бизнес компаниялари учун 10 млрд. ф.с. миқдорида кафолатлар берилди. Бироқ ҳукумат ва Англия банки томонидан банкларга ажратилган кредитлар реал сектор ва аҳолини кредитлашга эмас, балки асосан молиявий активларни сотиб олишга сафарбар этилмоқда.

Бу нафақат Буюк Британияга, балки, таъбир жоиз бўлса, бутун дунёга хос ҳолатдир. Шу сабабли ҳам, Бош

вазир Г.Браун ва молия вазири А.Дарлингларнинг банкларни реал иқтисодий, биринчи галда, кичик ва ўрта корхоналар, шунингдек, аҳолини кредитлашга чақиришлари ҳам бежиз эмас.

2009 йилда Англия банки оғир молиявий муаммоларга дуч келган банкларнинг молиявий ҳолатини яхшилаш ва ликвидлилигини ошириш мақсадида улар ихтиёридаги облигацияларни фаол сотиб олиш чораларини кўрмоқда. Масалан, банклардан активларни сотиб олиш Дастури 2009 йилнинг 5 мартда 75 млрд. фунт стерлинг (ф.с.) миқдорда эълон қилинган бўлса, жорий йилнинг 7 май санасига келиб, ушбу миқдор 50 млрд. ф.с.га оширилди. Ҳозирги кунда ҳам Буюк Британия Марказий банкининг Активларни харид қилиш Дастури миқдори 125 млрд. ф.с. миқдорда сақлаб турилибди³⁸.

Шуни ҳам таъкидлаш лозимки, Англияда тартибга солувчи органлар – Молия вазирлиги, Англия банки Молия бозорлари бўйича бошқарма фаолиятларини мувофиқлаштириш бўйича ҳам изчил чора-тадбирлар амалга ошириш кўзда тутилмоқда.

Евроҳудуд мамлакатлари ҳам ҳар бир мамлакат капиталлашув даражаси паст бўлган банкларнинг имтиёзли акцияларини сотиб олиш ва уларга қисқа муддатли молиялаштириш муаммоларига кўмаклашиш мақсадида турли миқдордаги пул маблағларини ажратишларига қарамай, Британия моделига эргашган ҳолда ҳаракат қилмоқдалар.

Бу ўринда Евроҳудудда салмоқли ўрин тутувчи Германиядаги глобал молиявий инқирозга қарши чораларга батафсилроқ тўхталамиз.

Ҳозирги молиявий инқирознинг чуқурлашуви шароитида меҳнат бозори ва давлат молиясининг барқарорлиги

³⁸ Англия банки маълумотлари // <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/decisions/decisions09.htm>

ҳисобига глобал инқирознинг Германияга таъсири нисбатан юмшоқ кечмоқда. 2008 йилнинг якунига қадар иқтисодиётнинг рецессияга учрашига нисбатан ёрқин таҳдидлар юз бермади.

Ипотека инқирозидан фақатгина йирик немис банки Нуро Real Estate сезиларли талафот кўрди. Германиянинг ўзида эса, ипотека кредитлари бозори юқори даражада ривожланмаган, хусусан, «subprime» (паст навли, сифатсиз) таснифидаги кредитлар немис банклари томонидан ажратилмаган. Агар америка банклари ва инвестиция компанияларидан қимматли қоғозлар харид қилинмаганда, Нуро Real Estate ва бир қатор маҳаллий банклар сезиларли муаммоларга юз тутмас эди. Дастлаб Нуро Real Estate ҳукуматдан кўмак сўради, бироқ унга кўзланган ёрдам кўрсатилмади.

2008 йилнинг декабрь ҳолатига кўра федерал ҳукумат томонидан банк тизими учун кафолат сифатида захира қилинган 400 млрд. Евродан ҳақиқатда 90 млрд. Евродан камроғи ажратилди. Бу эса, давлат кафолати учун тушган буюртмаларнинг 4/15 қисмининг қондирилиши демақдир.

Бу ўринда муҳим бир кўрсаткич – уй хўжаликлари қарздорлигининг улар даромадларига нисбати Германияда барқарор қолди. Сўнгги пайтларда АҚШ, Буюк Британия, Испания ва Францияда бу кўрсаткич барқарор ўсди, Германияда эса, аксинча, пасайди. Бошқача айтганда, бу ҳолат немисларнинг кредитга уй харид қилиб, қарзга яшашга мойил эмаслигини кўрсатди. Шу сабабли ҳам, 1997-2007 йилларда Буюк Британия, Испания, Ирландия каби давлатларда уй-жой қийматининг кескин ошиши кузатилган бир шароитда, Германия ва Австрияда унинг мутлақ пасайиши юз берди. Бу нуқтаи назардан Германияда ипотека муаммолари юз бермаслиги муқаррар эди.

Бироқ Германияга хос бир салбий томон шундаки, унинг иқтисодий ўсиши сезиларли даражада экспортга асосланган. Ташқи талабга юқори даражада боғлиқлик

мамлакатдаги иқтисодий ҳолатни ҳар томонга буриб юбориши мумкин.

Таъкидлаш лозимки, Германияда инқирозга қарши сиёсат бошқа Европа мамлакатларига нисбатан эҳтиёткорлик билан амалга оширилмоқда. Германия ҳукумати хўжалик субъектларини хотиржамликка чақириб, 2009 йилда солиқларни камайтириш, автомобиль саноати корхоналарини рағбатлантириш чоралари кўрилишини маълум қилмоқда.

Япония учун ҳозирги глобал молиявий инқироз унча узоқ бўлмаган ўтмишдаги ҳодисаларнинг такрорланиши бўлди, десак муболаға бўлмайди. Бинобарин, 1990-2002 йиллар мобайнида мамлакатда «молиявий кўпик» («financial bubble», «финансовый пузырь»), активлар баҳоларининг пасайиши, юмшоқ кечган рецессия (1997-2002), банкларнинг санация қилиниши, банкротлик ва ҳ.к.лар авж олган эди. Япония жаҳон иқтисодиётида нетто-кредитор бўлгани учун ҳам, бу рецессия ҳолатлари унинг ҳудудидан ташқарига чиқмади.

Ҳозирги рецессия Япония иқтисодиётида 2008 йилнинг баҳоридан бошланди. Зеро, иккинчи чорақда Япония ЯИМ 3,7 фоизга, учинчи чорақда 1,8 фоизга пасайди. Ваҳоланки, Япония иқтисодиёти иккита кучли тазйиқни бошдан кечирди, яъни, хом ашё ва иссиқлик баҳолари ва молия бозоридаги танглиқдан карахт аҳволга тушди. Жаҳондаги баҳоларнинг динамикаси 2008 йилда пул ресурсларининг молия бозорларидан товар бозорларига кўчиши ва АҚШ долларининг қадрсизланиши билан юз берди. Маълумки, Япония хом ашё, иссиқлик ва озиқ-овқат товарларини харид қилувчи дунёдаги йирик давлатлардан бири ҳисобланади. Масалан, Япониянинг ўртача ойлик «нефть ҳисоб варағи» АҚШ долларарида 2007 йилдаги даражага нисбатан 2008 йилда 28 фоизга ўсган. Бу ҳолатни нефть нархининг кескин пасайиши билан ҳам изоҳлаш мумкин, бироқ долларнинг қадрсизланиши, ўз навбатида, япон иенининг ревальвацияланишига олиб келди.

Валюта курси 2007 йил якунидаги 113 иен/доллардан 2008 йил декабрига келиб 91-93 иен/долларга кўтарилди. Бу эса Япон иқтисодиётининг барқарор ўсишини таъминловчи экспортга нисбатан шарт-шароитларнинг ёмонлашишига сабаб бўлди. Чунончи, Япония жаҳон бозорига нафақат истеъмол учун, балки ишлаб чиқариш мақсадларида машина ва ускуналарни етказиб берувчи асосий давлатлардан биридир. Япония учун АҚШ, Фарбий Европа ва Хитой бозорларидаги мазкур товарларга бўлган талаб фавқулодда муҳимдир. 2008 йилнинг ёзига келиб япон савдо балансида дефицит юзага келди, яъни 1963 йилдан буён кузатилаётган анъана бузилди.

Япон ҳукумати мамлакатдаги молиявий инқирозни юмшатиш мақсадида бир қатор чораларни қўллашни кўзда тутмоқда. Хусусан, япон иқтисодиётини стагнация ҳолатидан чиқаришда қўл келган дастаклар яна ишга туширилмоқда. Масалан, молиявий муассасаларнинг капиталлашувини ошириш чоралари йўлга қўйилган бўлиб, реализация учун 10 трлн. иен (қарийб 100 млрд. АҚШ доллари) ажратилиши белгиланди. 2009 йилнинг март ойи охиригача банклардан акцияларни харид қилиш бўйича ҳукумат корпорацияси ишга туширилди.

Бундан ташқари, бир қатор янги чора-тадбирлар ҳам ишлаб чиқилди:

– биринчидан, фақат ички бозорда ишлайдиган банклар (кичик бизнесни кредитловчи банклар) капитал етарлилиги талаби бекор қилинди;

– иккинчидан, фонд бозоридаги курс пасайишига барҳам бериш мақсадида Молиявий хизматлар агентлиги (фонд бозори регулятори) 2009 йил 31 мартга қадар акцияларни қоплаб беришсиз сотишни тақиқлаб қўйди;

– учинчидан, барча корпорациялар томонидан молиявий инструментларни жорий бозор қиймати бўйича баҳоланишини (mark to market) кўзда тутувчи бухгалтерия ҳисоби қоидаларини қўллаш вақтинча тўхтатилди. Чунки АҚШ, Евроиттифоқ ҳукуматлари бу чорани қўллаб бўлган эди.

Япония ҳам миллий корпорациялари ва банкларини жаҳон молия бозорида ноқулай вазиятда қолишини истамади. Бу ўринда, таъкидлаб ўтиш лозимки, бухгалтерия ҳисобининг жорий бозор қиймати бўйича баҳолаш тамойилига мувофиқ, молиявий активлар баҳосининг пасайишига мос равишда балансда зарар акс эттирилиши лозим. Баланс-ни мувофиқлаштириш учун эса, активларни сотишга тўғри келади, бироқ активлар таклифининг кўпайиши уларга бўлган баҳоларнинг янада пасайишига замин яратади.

Ажабланарли ҳол шундаки, Японияда фоиз сиёсати ишламаяпти. 1997 йилда дисконт ставкаси деярли 0 фоизга туширилди ва банк тизими «ликвидлилик тузоғи»га тушиб қолди. Ички талабнинг пастлиги боис, товар баҳоларининг дефляцияси юз берди ва Япония 2006-2007 йилга келибгина вазиятдан чиқишга муваффақ бўлди. Банклараро «овернайт» ставкаси ҳозирги кунга келиб 0,3 фоизга туширилган. Япония банки айти пайтда тижорат банкларини паст рейтингли қимматли қоғозлар гарови остида кредитлашни бошлади ва уларга «узун пуллар» 0,3 фоиз ставкада тақдим этилмоқда.

Умуман олганда, банк тизимидаги ликвидлилик муаммоларини бартараф этиш мақсадида дунёнинг ривожланган саноат мамлакатлари марказий банклари қайта молиялаш ставкаларини пасайтиришга ҳаракат қилмоқдалар.

АҚШда ФЗТ банк тизимидаги ликвидлилик муаммоларини юмшатиш мақсадида дисконт ставкаси ва федерал фондлар ставкаларини пасайтириш йўлидан борди.

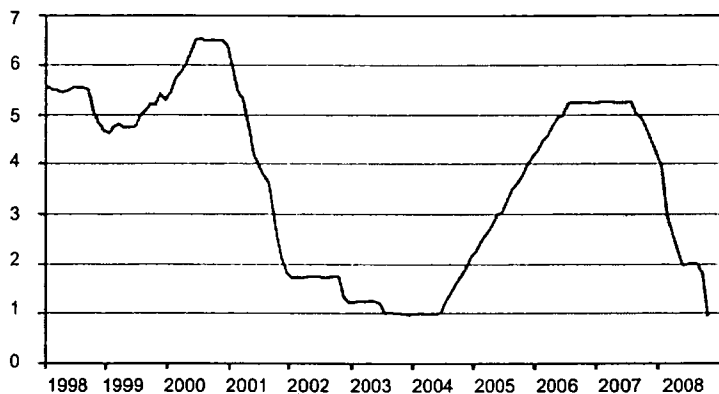
2.1.1-жадвал маълумотлари кўрсатиб турибдики, биргина 2008 йил мобайнида ФЗТ дисконт ставкаси 6 маротаба пасайтирилган.

Бундан ташқари, АҚШ ФЗТ ўзининг федерал фондлари ставкасини 5,25 фоиздан (2006 йилнинг июнь ойидан ўрнатилган эди) қисқа муддат ичида 2 фоизга, ноябрь ойидан эса 1 фоизга туширишга эришди (2.1.2-расмга қаранг). Айти пайтда ФЗТнинг федерал фондлари ставкасининг 0 – 0,25 оралиғида бўлиши белгиланган.

2.1.1-жадвал

2008 йил мобайнида АҚШда ФЗТ фоиз ставкаларининг ўзгариши³⁹

Сана	Дисконт ставкаси			Федерал фондлар ставкасининг ўзгариши	Федерал фондлар ставкаси
	Фоиз ставкасининг ўзгариши	Бирламчи кредитлар фоиз ставкаси	Иккиламчи кредитлар фоиз ставкаси		
2008 йил 8 октябр	-0,50%	1,75%	2,25%	-0,50%	1,50%
2008 йил 30 апрел	-0,25%	2,25%	2,75%	-0,25%	2,00%
2008 йил 18 март	-0,75%	2,50%	3,00%	-0,75%	2,25%
2008 йил 16 март	-0,25%	3,25%	3,75%		
2008 йил 30 январ	-0,50%	3,50%	4,00%	-0,50%	3,00%
2008 йил 22 январ	-0,75%	4,00%	4,50%		



2.1.2-расм. АҚШ ФЗТ Федерал фондлари ставкасининг динамикаси⁴⁰

³⁹ АҚШ ФЗТ маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилди.

⁴⁰ АҚШ ФЗТнинг статистик ҳисоботлари асосида шакллантирилди.

Англия банки эса қайта молиялаш ставкасини 2008 йил мобайнида 5 маротаба пасайтирди, яъни йил бошидаги 5,5 фоиздан йил охирига келиб 2 фоизгача пасайишини таъминлади. 2009 йилнинг 8 январига келиб, қайта молиялаш ставкаси 1,5 фоиз этиб белгиланган бўлса, бу кўрсаткич жорий йилнинг 5 феввалида 1 % га, 5 мартдан эса, 0,5 %га пасайтирилди (2.1.2.-жадвалга қаранг).

2.1.2- жадвал

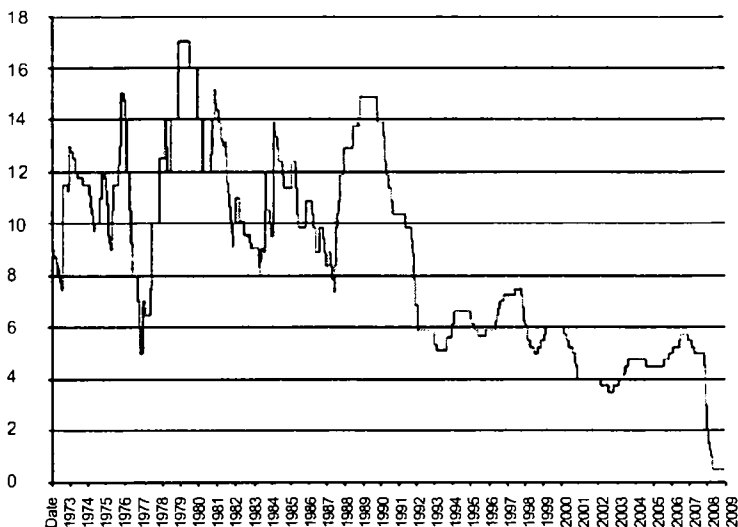
2007 -2009 йилларда Англия банки расмий банк ставкасининг ўзгариши⁴¹

Сана	Расмий банк ставкаси
2007 йил 11 январь	5,25
2007 йил 10 май	5,50
2007 йил 5 июль	5,75
2007 йил 6 декабрь	5,50
2008 йил 7 февраль	5,25
2008 йил 10 апрель	5,00
2008 йил 8 октябрь	4,5
2008 йил 6 ноябрь	3,0
2008 йил 4 декабрь	2,0
2009 йил 8 январь	1,5
2009 йил 5 февраль	1,0
2009 йил 5 март	0,5

2.1.3-расмда 1970-2009 йилларда Буюк Британияда Марказий банк қайта молиялаш ставкасининг динамикаси акс этирилган. Бу ўринда расмда келтирилган Англия банки қайта молиялаш ставкасининг таҳлил қилинаётган даврда турлича номланганлигини келтириб ўтиш жоиз. Масалан, 1970-1981 йилларда Англия банки қайта молиялаш ставкаси минимал кредитлаш ставкаси, 1981-1996 йилларда минимал дилинг ставкаси, 1997-2005 йиллар-

⁴¹ Англия банки маълумотлари асосида тузилди.

да репо ставкаси, 2006 йилдан буён эса расмий банк ставкаси сифатида номланиб келинмоқда.



2.1.3-расм. Англия банки базавий ставкасининг ўзгариш динамикаси⁴²

Бундай ҳолат Европа Марказий банки монетар сиёсатида ҳам кузатилди. 2008 йил давомида қайта молиялаш ставкаси 4,25 фоиздан 2,5 фоизга туширилди, 2009 йил 21 январдан бошлаб 2,0 фоизга туширилиши белгилаб қўйилди⁴³.

Бундан ташқари, марказий банклар ликвидликни оширишнинг янги усуллари жорий қилмоқдалар. Масалан, АҚШда ФЗТ кафолатланмаган қимматли қоғозларни сотиб олиш орқали хусусий секторни тўғридан-тўғри молиялаш амалиётини жорий қилди. Шунингдек, Англия

⁴² Манба: Англия банки // <http://www.bankofengland.co.uk>.

⁴³ <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

банки банклар томонидан муомалага чиқарилган қисқа ва ўрта муддатли қарз мажбуриятларни кафолатлашга қарор қилди.

Бироқ ривожланаётган ва ўтиш иқтисодиёти давлатларида инқирозга қарши чора-тадбирларни қўллашда эҳтиёткорлик муҳим саналади. Бунинг сабаби шундаки, ривожланган давлатлар, масалан, АҚШ монетар органи ривожланаётган давлатлар монетар органларидан бир қатор устунликлари билан ажралиб туради.

Биринчидан, АҚШ ФЗТ жаҳоннинг захира валютасини эмиссия қилади. Бундан ташқари, қатор ривожланаётган давлатлар хорижий валюта захираларининг катта қисми айнан АҚШ долларарида шакллантирилган ва улар АҚШ долларининг барқарорлигини сақлашдан манфаатдордир.

Иккинчидан, АҚШ долларининг муҳим даражадаги мақомга эга эканлиги туфайли ҳам АҚШнинг маҳаллий фирмалари ва уй хўжаликлари валюта рискларини хеджирлаш учун муқобил инструментларга эга эмас. Бошқача айтганда, уларнинг монетар органлар сиёсатининг ҳаққонийлиги борасида ишончи пасайган тақдирда ҳам, АҚШ доллараридаги пул маблағларини евро ёки иенага айирбошлашлари эҳтимоли жуда камдир.

Умуман олганда, ривожланган давлатларда инқирозни бартараф этишда асосий эътибор, биринчидан, кредит тизимини таназзулдан сақлаб қолиш, иккинчидан, ишлаб чиқаришнинг кескин тушиб кетишидан сақланишга (рецессияни бартараф этиш, ҳеч бўлмаганда, унинг суръатларини сусайтиришга) қаратилди. Хусусан, банк тизимини таназзулдан қутқариш мақсадида банкларни қайта капиталлаштириш, барқарорлаштиришга қаратилган кредитларни ажратиш, банк тизимини реструктизациялаш бўйича чораларни кўриш, шунингдек, банкларни бирлаштириш ва миллийлаштириш, фоиз ставкаларини ҳақиқатда нол даражагача пасайтириш, аҳолининг банклардаги омонатларини кафолатланганлик даражасини ошириш каби инқирозга қарши тадбирлар амалга оширилди. Бун-

дан ташқари, рецессия суръатларини пасайтириш мақсадида реал секторни қўллаб-қувватлаш, хусусан:

- иқтисодиётнинг алоҳида тармоқларини қўллаб-қувватлаш: автомобилқурилиш (АҚШ, Франция, Канада); энергетика (АҚШ, Швейцария); транспорт инфратузилмаси (Канада, Франция, Италия); уй-жой қурилиш (Буюк Британия) ва ҳ.к.;

- тўғри ва эгри солиқларни камайтириш (Япония, Германия, Франция ва бошқ.);

- кичик бизнесни рағбатлантириш (Германия, Буюк Британия, Италия ва бошқ.);

- махсус бюджет жамғармаларини ташкил этиш (Франция) каби чоралар кўрилди.

Бу ўринда биз жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг марказий банклар пул-кредит сиёсатига таъсирини илмий-услубий баҳолашга кенгроқ эътибор қаратишни лозим топдик.

XX аср охири ва XXI аср бошларида ривожланган давлатларда пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш молиявий бозорлардаги интеграциялашув жараёнлари билан бирга кечди. Ҳосила молиявий инструментларининг сезиларли даражада кенг тарқалиши тартибга солувчи органларни ислоҳ этиш ва бир қатор давлатларда (Австралия, Буюк Британия, Швеция, Япония) марказий банклар билан параллел равишда фаолият юритувчи мегарегуляторларни ташкил этиш заруриятини оширди. Бу билан бир пайтда банк соҳасида активларни интенсив равишда секьюритизациялаш юз берди. Натижада қизиқарли ҳолат юзага келди: янги кредитларнинг аввал берилган кредитлар асосида эмиссия қилинган қимматли қоғозлар билан таъминланиши кузатилди. Кредит олувчи гаровга олинган қимматли қоғоз баҳоси пасайганда, қўшимча таъминот киритишдан бош тортса, банк бу қимматли қоғозни бозорда сотишга мажбур бўлади ва натижада, мазкур қимматли қоғозларнинг таклифи янада кўпаяди.

Глобал молиявий инқироз шароитида ликвидлилик муаммосининг кучайиши гаров таъминотини сотишга ва пировардида, фонд бозорининг пасайишига олиб келди. Банкларнинг ликвидлиликни таъминлашга бўлган зарурати банклараро кредитлар ставкасининг кескин ошишига олиб келди ва пул мультипликацияси механизми тўхтаб қолди. Бундан маълум бўлдики, ривожланган мамлакатларнинг марказий банклари пул-кредит сиёсати доирасида инқирозга қарши курашиш учун етарлича ва самарали воситаларга эга эмас. Бу эса нафақат марказий банкларнинг функцияларини қайта баҳолаш, балки унинг инструментлари, мақсад, методлари ва механизмида ҳам мувофиқ ўзгаришлар қилишни тақозо этди.

Инқирозга қадар, активларни секьюритизациялаш ва молиявий деривативлардан фойдаланиш рискларни диверсификациялашни таъминлаши эътироф этилди ва бозор тизимининг ўз-ўзини тартибга солиш элементи эканлиги таъкидланди. Бироқ сўнги воқеликларнинг кўрсатишича, молиявий-иқтисодий инқирознинг чуқурлашуви шароитида бозорнинг мазкур тартибга солиш механизми амал қилмайди. Бинобарин, деривативлардан фойдаланиб, рискларни хеджирлаш бутун молия тизимида кескин салбий таъсирни юзага келтирувчи тизимли рискнинг вужудга келишига сабаб бўлди.

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг чуқурлашуви оқибатида молиявий секторнинг бир қатор сегментларида, хусусан, банк активлари билан таъминланган тижорат қоғозлари (asset-backed commercial papers - ABCP), аукцион ставкали қимматли қоғозлар (auction-rate securities - ARS), уй-жой ипотекаси билан таъминланган облигациялар (residential mortgage-backed securities - RMBS), гаров таъминоти остидаги облигациялар (collateralised debt obligations - CDO) сегментидаги кутилмаганда тўхталишлар юз берди. Бу эса, ўз навбатида, банклараро кредитлаш бозоридаги ликвидлиликнинг кескин тушиб кетишига олиб келди. Кейинчалик эса кредит

дефолти своплари (credit default swaps – CDS) бозорида ҳам жиддий муаммолар юзага келди. Натижада жаҳондаги фонд бозори пасайишидан умумий йўқотиш, экспертлар баҳолашича, 16 трлн. АҚШ долларига етган.

Бундай шароитда АҚШ ФЗТ, Европа Марказий банки (ЕМБ), Англия банки, Швейцария ва Япония марказий банклари нафақат банк сектори учун, балки фонд бозорлари учун ҳам сўнги навбатдаги кредитор ва маркет-майкер (market makers of last resort) вазифасини ўташларига тўғри келди.

АҚШ ФЗТ ипотека бозоридаги танглик туфайли 2007 йилнинг декабрига келиб ликвидлик аукционларининг (TAF) бошланишини эълон қилгани ҳолда, ЕМБ 2008 йилнинг октябрига келиб LTROs/SLTRO аукционлари ўтказишни маълум қилди. ЕМБнинг ушбу аукционларида банклар 1 ойдан 6 ойгача муддатга кредитлар олиш имкониятига эга бўлди. Бу амалиётлар эса, ўз навбатида, аънавий «дисконт ойнаси» инструментиға қўшимча бўлди. Зеро, бу инструмент орқали банклар «overnight»дан тортиб бир ойгача бўлган муддатга кредит олиш имкониятиға эга эди, холос.

Бундан ташқари, TAF ва LTROs/SLTRO аукционларида бериладиган кредитларнинг гаров таъминоти ҳам Адан BBB-гача рейтингга эга бўлган активлар ҳисобига кенгайтирилди.

ФЗТ ва ЕМБдан фарқли равишда Англия банки ликвидликни ошириш бўйича ғайритабиий амалиётларни қўллаш йўлидан бормади. Бироқ 2007 йилнинг сентябридан турли облигациялар, хусусан, ипотека облигациялари билан Репо операциялари фаол ўтказила бошланди. 2008 йилнинг апрелидан бошлаб банк тизими ликвидлигини ошириш мақсадида Special Liquidity Scheme (SLS) остида кредитлаш йўлга қўйилди. 2008 йилнинг 8 октябридан бошлаб эса Буюк Британия ҳукумати мамлакат молия бозорига ёрдам беришни кўзда тутувчи уч йиллик режани тасдиқлади. Мазкур режа банкларға 250 млрд.

фунт стерлинг, фонд ва банклараро бозорларга, мос равишда, 200 ва 250 млрд. фунт стерлингдан иборат қисқа ва ўрта муддатли қарз мажбуриятлари гарови асосида қўшимча ликвидлилиқни тақдим этишни кўзда тутди⁴⁴.

Умуман олганда, молиявий-иқтисодий инқироз шароитида марказий банклар, биринчидан, молия секторига қўшимча ликвидлилиқни тақдим қилиш инструментларини ишлаб чиқдилар; иккинчидан, ипотека облигацияларини, гарчи улар реал бозор баҳосига эга бўлмаса-да, гаров сифатида қабул қилиш амалиётини йўлга қўйдилар. Бошқача айтганда, марказий банклар мазкур қимматли қоғозларини баҳолаш рискини ўз зиммаларига олдилар ва ҳақиқатан ҳам молиявий секторни субсидиялашга ҳаракат қилдилар.

Ўз навбатида, ривожланган давлатларда глобал молиявий инқирозни юмшатишга қаратилган чора-тадбирлар орасида пул-кредит сиёсати ўзига хос ўрин тутишини таъкидлаш лозим. Инқирознинг чуқурлашуви шароитида инфляцияга қарши сиёсатдан рағбатлантирувчи сиёсатга (quantitative easing) ўтиш тенденцияси кузатилмоқда. Бунда асосий эътибор иқтисодий ўсишни рағбатлантириш, кредит ресурсларини кенгайтириш, фоиз ставкаси ёрдамида ички бозорни барқарорлаштириш, девальвация сиёсати орқали тўлов балансини барқарорлаштириш, шунингдек, иқтисодий сиёсат самарадорлигини оширишга қаратилади.

2.2. Жаҳон молиявий инқирозининг ривожланаётган давлатлар иқтисодиётига таъсири ва уни камайтириш чоралари

Энди жаҳон молиявий инқирозининг ривожланаётган давлатларга таъсири хусусида тўхталсак. МДҲ давлат-

⁴⁴ Англия банки маълумотлари – www.bankofengland.co.uk

ларидан Россияда мамлакат ЯИМнинг қарийб 60 фоизи-ни таъминловчи 100 та етакчи компанияларнинг акциялари баҳолари кескин тушиб кетган. Бу инқирознинг ушбу компанияларга салбий таъсирини 1 трлн. АҚШ доллари миқдоридаги зарар билан ифодалаш мумкин. Россия бюджетини тузишда нефтни 69-70 АҚШ долларидан сотиш кўзда тутилган эди. Ваҳоланки, инқироз шароитида нефть баҳосининг 35 долларгача пасайиши кузатилди. Бу ҳолат, ўз навбатида, Россияда бюджет харажатларининг қисқаришига олиб келди. Биргина 2007 йилда федерал бюджет харажатлари 24,9 фоизга ошди, бу эса Россия ЯИМ ўсиши суръатидан 3 марта кўп демакдир.

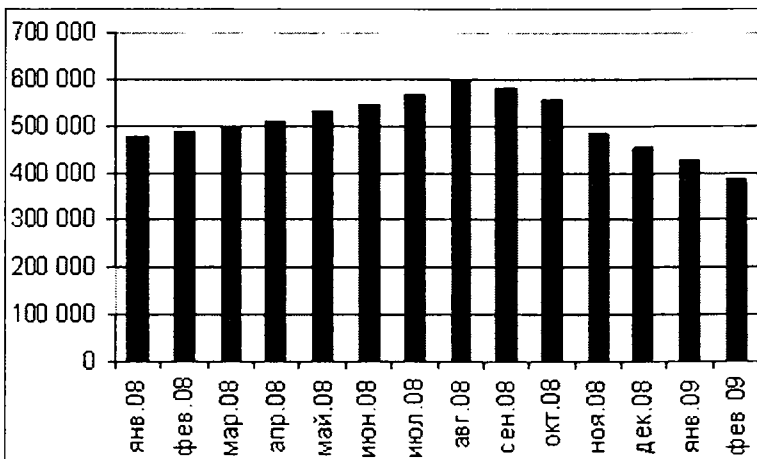
Бундан ташқари, 2007 йилги 83 млрд. АҚШ доллари миқдоридаги соф хусусий капитал кирими 2008 йилга келиб 130 млрд. АҚШ доллари миқдоридаги соф чиқимга айланди.



2.2.1-расм. Россия иқтисодиётида инқироз ҳолатларининг ривожланиш йўналишлари

Юқоридаги расмда Россия иқтисодиётида инқироз ҳолатларининг ривожланиш йўналишлари, инқирознинг молия сектори, хонадон хўжалиги ва реал секторга таъсири механизми акс эттирилган. Бундан кўринадики, Россиядан хорижий инвесторларнинг чиқиб кетиши фонд бозорига сезиларли даражада салбий таъсир кўрсатган бўлиб, фонд бозорининг кулаши банклараро кредитлар бозорида ликвидлилик муаммоларининг чуқурлашувига сабаб бўлган.

2.2.2-расмдан кўриниб турибдики, 2008 йилнинг август ойидан 2009 йилнинг февраль ойигача бўлган даврий ораликда Россия халқаро олтин-валюта захираларининг пасайиш тенденцияси кузатилган. Фикримизча, бу ҳолатни Россия Марказий банкининг жаҳон молиявий инқирози оқибатларини юмшатиш, хусусан, рубль алмашув курси барқарорлигини сақлаб қолишга қаратилган фаол интервенцион сиёсати билан изоҳлаш мумкин.



2.2.2-расм. Россия халқаро захираларининг ўзгариши (млн. АҚШ долларида)⁴⁵

⁴⁵ Россия Марказий банки маълумотлари асосида муаллифлар томонидан шакллантирилган.

Амалга оширилган самарали интервенция сиёсатига қарамай, рубль қадрининг кескин пасайиши юз берди. Чунончи, Россия рублининг АҚШ долларига нисбатан алмашув курси 2009 йилнинг 1 февралига келиб, ўтган йилнинг мазкур санасига нисбатан 45 фоизга девальвацияланган.

Бу ўринда рубль девальвациясининг ижобий ва салбий томонларига тўхталишни лозим топдик (2.2.1-жадвалга қаранг).

2.2.1-жадвал

Инқироз даврида рублнинг девальвацияланишига қаршилар ва тарафдорлар

Тарафдорлар	Қаршилар
– ички талабнинг маълум қисми импортдан ички ишлаб чиқаришга йўналтирилади;	– ташқи қарздорлиги юқори бўлган банклар ва компаниялар банкротликка юз тутиши мумкин;
– ички талабни рағбатлантириш сиёсатининг самарадорлиги ортади;	– инфляция жараёнлари тезлашади ва аҳолининг харид қуввати пасаяди;
– экспорт рентабеллиги ортади ва савдо балансининг ҳолати яхшиланади;	– мамлакатни модернизациялаш учун зарур бўлган технологиялар импорти қимматлашади;
– бюджетни мувозанатлаштириш энгиллашади, чунки даромадларнинг сезиларли қисми хорижий валютада бўлгани ҳолда, харажатлар асосан рублда;	– ижтимоий сиёсатни кучайтириш зарурати ортади;
– капиталнинг чиқиб кетиши камаяди ва хорижий валюта захиралари сақлаб қолинади (агар инвесторлар рублнинг янги курсини паст баҳоланган деб ҳисоблашса).	– сўнги йиллардаги самарали иқтисодий сиёсатнинг мавқеига путур етади.

Айни пайтда Россия ҳукуматининг мамлакатда иқтисодий фаолликни рағбатлантириш нуқтаи назаридан тутган ўрни бирмунча тушунарсиз. Кўплаб инвестицион лой-

иҳаларга бюджетдан қилинадиган харажатларни қисқартириш мўлжалланмоқда. Марказий банк 2008 йилнинг 1 декабрига келиб қайта молиялаш ставкасини 11 фоизга оширди. Таққослаш учун: ҳақиқатда, барча етакчи индустриал давлатларда инқироз сабабли фоиз ставкалари пасайтирилди. Масалан, қайта молиялаш ставкаси АҚШда 0,5 фоизга, Евроиттифоқда 1,25 фоизгача пасайтирилган. Хитойда эса фоиз ставкаси уч марта туширилиб, 2009 йилнинг январь ҳолатига 6,67 фоизни ташкил этди.

2008 йилнинг сўнги ойлари Россия фонд бозори учун анча аянчли кечди. 2008 йилнинг январь ойига нисбатан йил сўнгида маҳаллий компанияларнинг ялпи капиталлашув даражаси қарийб 3,5 марта пасайган. Агар 2008 йилнинг май ойи билан, яъни Россия савдо тизими индекси ўзининг энг юқори даражасига етган вақт билан таққосланса, унда пасайиш 4-4,5 мартани ташкил этади. Маълумки, инвесторларнинг ривожланган бозорларга бўлган ишончи пасаяётган бир шароитда, ривожланаётган бозорларга нисбатан ишончсизликнинг бир неча баробар кўп пасайиши юз беради. Албатта, жаҳондаги йirik инвестиция банки Lehman Brothers АҚШ ҳукумати ёрдам беришдан бош тортгач, банкротликка юз тутар экан, инвесторларнинг ривожланаётган давлатлар, хусусан, Россия бозорларига қўйилмалар қилишда мўлжалини йўқотиши табиий. Зеро, Lehman Brothers банкротлигига қадар 3-4 ой олдин юқори даромадли инвестиция банки ҳисобланар эди.

Бундан ташқари, инфляцияни жиловлашга қаратилган қаттиқ пул-кредит сиёсати Россия банклари ва компанияларини четдан қарз жалб қилишга ундади. Чунки рублнинг ревальвацияланиши ташқи қарзга хизмат кўрсатиш учун қулай шарт-шароит туғдирар эди. Бунда муҳим кредитлаш воситаси бўлиб қимматли қоғозлар хизмат қилди. Чунки Россияда қимматли қоғозлар бозорининг шиддат билан ривожланиши қимматли қоғоз гарови остида кредит жалб қилиш учун қулай вазиятни юзага келтирар эди.

2007 йил якунига кўра, Россия фонд бозорининг капиталлашув даражаси амалда мамлакат ЯИМ ҳажми билан тенглаштирилди. Битимлар ҳажми ўз навбатида 32 трлн. рублга етди. Бу эса, Россия фонд бозори учун рекорд даража бўлиб, Россия биржасининг 15 та йирик биржалар қаторидан жой олишига, жаҳоннинг ўн иккинчи йирик савдо майдончасига айланишига олиб келган эди. Бироқ 2008 йилнинг 17-18 сентябрь кунлари Россия фонд биржаси икки кунга тўхтатилди. Сўнгра бу тўхталиш яна 3 кунга узайтирилди.

Таъкидлаш жоизки, дастлабки босқичда Россия Молия вазирлигининг федерал бюджетнинг бўш маблағларини банк депозитларига жойлаштириши банк тизими ликвидлилигини оширишда муҳим қадам бўлди. Бундан ташқари, Россия банки тижорат банкларини гаров таъминотисиз кредитлаш амалиётини йўлга қўйди. Мазкур операция халқаро ва Россия рейтинг агентликларининг кредит рейтингига эга бўлган банкларнинг кенг доирасини қамраб олиб, 2009 йилнинг 19 январь ҳолатига кўра, унинг ҳажми 1,7 трлн. рубль сифатида баҳоланган⁴⁶.

Бундан ташқари, инқирозга қарши чора сифатида аҳоли омонатларини суғурталаш ҳажми 400 минг рублдан 700 минг рублгача оширилди, шунингдек, Россия банкига банклараро кредитларни ўз маблағлари ҳисобидан суғурталаш бўйича ваколат берилди.

2009 йилда давлат бюджетининг дефицит билан чиқиши кўзда тутилгани ҳолда, унинг миқдори инқирозга қарши чораларни амалга ошириш заруратига боғлиқлиги таъкидланмоқда. 2010 йилда дефицитнинг ЯИМнинг 5 фоизидан, 2011 йилда эса, ЯИМнинг 3 фоизидан ошмайдиган даражасини таъминлаш мўлжалланмоқда⁴⁷.

⁴⁶ Россия банки маълумотлари.

⁴⁷ Кудрин А. Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию // Вопросы экономики, № 1, 2009. – с.25.

Глобал молиявий инқироз бошланганда, Хитой томонидан инқирозга қарши қўлланилган чоралар «жаҳон стандарти»дан кескин фарқ қилмайди. Бошқача айтганда, хитойликларнинг инқирозга қарши тартибга солиш сиёсати умумжаҳон инқирозга қарши сиёсати билан уйғундир, яъни: бозорларни барқарорлаштириш, иқтисодий агентлар ўртасидаги ишончни тиклаш, фоиз ставкасини пасайтириш, мажбурий захира талабномаларини камайтириш ва ҳ.к. Хитойдаги ўзига хослик шундаки, ҳукумат тўрт йirik давлат банкига эмас, балки кичик ва ўрта банкларга қатор имтиёзларни тақдим этди.

Глобал молиявий инқирознинг чуқурлашувига қарамай, Хитой фонд бозори ислохотларини батамом тўхтатиб қўймади, балки эҳтиёткорроқ йўлни танлади. Унинг барқарор иқтисодий ўсишини таъминлашда асосий эътибор кичик ва ўрта бизнесни рағбатлантиришга қаратилди ва бу мақсадда инфляцияни жilовлаш сиёсатидан ички талабни рағбатлантириш сиёсатига ўтилди.

Хитой бу билангина чекланмай, параллел равишда ташқи фаолликни ҳам кучайтирмоқда. Қизиқарли томони шундаки, 2008 йилнинг октябрида Хитой, Япония ва Жанубий Корея давлатлари минтақавий молиявий регуляторни ташкил этишди. Унинг асосий вазифаси этиб, минтақадаги молиявий институтларнинг мониторинги, уларнинг транспарентлигини (шаффофлик) ошириш ва фаолият қоидаларини аниқлаштириш ҳамда такомиллаштириш белгиланди. Яқин келажакда мазкур тартибга солиш органининг жавобгарлигини «АСЕАН + 3» даражасига олиб чиқиш кўзда тутилмоқда. Шунингдек, молиявий ҳамкорлик, хусусан, Марказий банклар ўртасидаги келишувларга эришиш каби масалалар ҳам юқорида таъкидланган уч давлат ташқи муносабатларидан ўрин олган.

Жаҳон молиясига нисбатан Хитойнинг ёндашуви уч соҳада мувозанатни таъминлашга интилиш билан изоҳланади: биринчидан, молиявий инновациялар ва уларни тартибга солиш ўртасида; иккинчидан, виртуал ва реал

иқтисодиёт ўртасида; учинчидан, жамғарма ва истеъмол ўртасида.

Умуман олганда, Хитой ҳозирги глобал молиявий-иқтисодий инқироздан фойдаланиб, ўзининг глобал мавқеини мустаҳкамлаш йўлидан бормоқда.

Энди Жанубий Кореянинг глобал молиявий инқирозга қарши чора-тадбирларини тадқиқ қиламиз.

2008 йилда Жанубий Корея ҳукумати томонидан тасдиқланган инқирозга қарши чоралар мажмуида миллий валютани барқарорлаштириш, банк-кредит тизими ва фонд бозоридаги ҳолатни мустаҳкамлаш устувор йўналиш сифатида белгиланди. Мазкур қарор KOSPI фонд индексининг 1997 йилдан бошлаб илк бор кескин тушиши ва миллий валюта воннинг 2008 йил бошига нисбатан қарийб 30 фоизга девальвацияланишига жавобан қабул қилинди. Мамлакатдаги вазиятни барқарорлаштириш мақсадида Жанубий Корея ҳукумати 14 трлн. вон (шундан, 3 трлн. вонни солиқларни қисқартириш йўли билан) сарфлашни кўзда тутмоқда⁴⁸.

Ҳукуматнинг барқарорлаштириш дастури Корея Марказий банкининг ҳисоб ставкасини 5,25 дан 3 фоизга пасайтириши, шунингдек, репо битимлари ва давлат облигацияларини харид қилиш бўйича очиқ бозор операциялари ҳажмини ошириш каби бирмунча аввал қабул қилинган чораларига қўшимча бўлди. Ҳукумат давлат банклари ҳисобланган Korea Development Bank ва Export-Import Bank of Korea иштирокида 3 йил муддатгача умумий миқдори 100 млрд. АҚШ доллари доирасида қарзлар ажратилишини кафолатлашини маълум қилди. Ликвидлилик ва ташқи савдо операцияларини қўллаб-қувватлашга йўналтирилган тезкор чоралар сифатида банкларга 20 млрд. АҚШ доллари ажратилди. Бундан 800 млн. АҚШ доллари банклар томонидан кичик ва ўрта бизнесга аж-

⁴⁸ Republic of Korea Economic Bulletin. Vol. 30, No. 11. 2008. p.42.

ратилиши белгилаб қўйилди. Шунингдек, 10 млрд. АҚШ доллари валюта своплари бозорига йўналтирилди.

Бундан ташқари, ҳукумат фонд бозорини мустаҳкамлаш мақсадида бир қатор чораларни кўришни кўзламоқда. Акцияларга узоқ муддатли қўйилмалар қилишга мўлжалланган маблағларни уч йилга солиқлардан озод қилиш, шунингдек, олинган дивидендларни солиқ базасидан чиқариб ташлаш шулар жумласидандир.

Шимолий Америка ва Европа бозорларида автомобиллар сотуви кескин пасайгач, миллий автомобилқурилишни рағбатлантириш мақсадида, автомобиль харид қилишга нисбатан маҳаллий солиқ ставкаси пасайтирилди, шунингдек, дизел автомашиналари учун экология солиғи бекор қилинди.

Манзилли ижтимоий сиёсат 2008/2009 қиш мобайнида аҳолининг қашшоқ қатламини рағбатлантиришни кўзлайди. Бу мақсадда 716 млрд. вон ажратилган бўлиб, бу маблағлар ҳисобидан қарийб 1 млн. уй хўжаликлари ҳар ойда электроэнергия ва иссиқлик учун тўловларни амалга оширишга 77 минг вондан (60 долл.га яқин) пул маблағлари олади.

Шунингдек, Корея ҳукумати очиқ иқтисодиёт тамойилларини сақлаган ҳолда ташқи бозорларга чиқувчи миллий компанияларни рағбатлантиришни кучайтиришини маълум қилди. Бу ерда гап экспортни суғурталаш ҳажмини 130 дан 170 трлн. вонга оширилиши ва кичик фирмаларнинг ташқи иқтисодий фаолиятини қўллаб-қувватлаш ҳақида бормоқда⁴⁹.

Фикримизча, Жанубий Корея ҳукуматининг инқирозни бартараф этиш мақсадида хорижий ҳамкорлар ва халқаро ташкилотлар билан ҳамкорликни мустаҳкамлаётганлиги ҳам эътиборга молик. Масалан, АҚШ билан своп битимлари доирасида 30 млрд. доллар миқдорига ва-

⁴⁹ Republic of Korea Economic Bulletin. Vol. 30, No. 11. 2008. P. 41.

люта кредитлари ажратиш тўғрисида келишув имзоланди. Бундан ташқари, Хитой ва Япония билан молиявий сиёсатдаги ҳамкорликни кучайтиришга келишиб олинди. 2008 йилнинг 13 декабрида мазкур уч давлат раҳбарлари учрашувида «Чиангмай ташаббуси» доирасида ўзаро валютавий свопларни ажратишни кенгайтиришга келишилди. Япония Корея томони илтимосига жавобан валюта свопи лимитини 30 млрд. АҚШ долларигача оширилишига рози бўлди. Хитой Халқ Республикаси ҳам Корея Республикаси учун валютавий своп лимитини оширишга тайёр эканлигини билдирди.

Умуман олганда, Осиё-Тинч океани ҳудуди бу сафарги глобал молиявий инқирозга ўн йил аввалги инқирозга қараганда яхшироқ тайёргарлик кўришга муваффақ бўлди. Бошқача айтганда, мазкур минтақа мамлакатлари жорий ҳисоб варақ ҳолатини яхшилаш ва етарлича хорижий валюта захиралари билан таъминланишга эришди.

Фикримизча, 2.1-параграфда келтирилган ривожланган давлатларнинг инқирозга қарши чоралари ва ривожланаётган давлатларнинг глобал молиявий инқирозга қарши чора-тадбирларини бир тизимга келтириш жаҳонда ҳукуматлар томонидан жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозига қарши чораларнинг умумий йўналишларини аниқлаш имконини беради. Шундай экан, ҳукуматларнинг жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозига қарши сиёсатининг асосий йўналишлари сифатида қуйидагиларни ажратиб кўрсатиш мумкин:

- банк тизимини қутқариш;
- пул-кредит сиёсати чора-тадбирлари;
- реал секторни қўллаб-қувватлаш;
- аҳолини қўллаб-қувватлаш.

1. Банк тизимини қутқариш. Унинг асосий мақсади – банк саросимасидан қочиш ва миллий банк-кредит тизими инқирозининг ва беқарорлигининг олдини олиш. У қуйидагиларни ўз ичига олади:

а) банкларни қайта капиталлаштириш (АҚШ, Германия, Испания, Швейцария, Саудия Арабистони, Қозоғистон);

б) барқарорлаштириш кредитларини бериш (АҚШ, Европа Иттифоқи, Франция, Италия, Буюк Британия);

в) банк тизимини қайта таркиблаш чора-тадбирлари (банкларни бирлаштириш ёки миллийлаштириш) (Нидерландия, Исландия, Буюк Британия, Ирландия);

г) фоиз ставкасини қарийб нолгача пасайтириш (АҚШ, Япония);

д) банклардаги жисмоний шахсларнинг омонатларини 100 фоизгача кафолатлаш;

е) банклар балансини тозалаш чоралари (муаммоли активларга давлат кафолатини бериш) (АҚШ, Канада, Германия, Италия, Буюк Британия, Япония).

2. Пул-кредит сиёсати. Бунда инфляцияга қарши сиёсатдан рағбатлантириш сиёсатига ўтиш кузатилади. Унинг мақсадлари:

– иқтисодий ўсишни рағбатлантириш ва кредит ресурслари олиш имкониятини кенгайтириш;

– дефляцияга йўл қўймаслик;

– ички бозорни барқарорлаштириш;

– тўлов балансини девальвация орқали барқарорлаштириш;

– иқтисодий сиёсатнинг самарадорлигини ошириш.

Ушбу мақсадга қуйидаги чора-тадбирлар орқали эришилади:

а) дефляциядан кўрқиб, аксарият мамлакатларда фоиз ставкасини пасайтириш (АҚШ, Канада, Европа Иттифоқи, Буюк Британия, Япония, Хитой);

б) айрим мамлакатларда фоиз ставкаларини ошириш (Венгрия, Исландия, Россия);

в) миллий валюта курсини пасайтириш (Исландия, Венгрия, Украина);

г) мажбурий захира меъёрини пасайтириш (Хитой, Бразилия);

д) иқтисодиётни кредитлашнинг янги дастаклари пай-

до бўлиши, Марказий банк томонидан давлат бюджети-ни тўғридан-тўғри молиялаштириш.

3. Реал секторни қўллаб-қувватлаш (талабни рағбатлантириш). Ички талаб ва ички бандликни таъминлайдиган тармоқларни қўллаб-қувватлаш. Бу сиёсат устун даражада кейнсча бўлиб, унинг учун талабга таъсир этиш чоралари хосдир. Унинг чора-тадбирлари қуйидагиларни ўз ичига олади:

а) алоҳида тармоқларни қўллаб-қувватлаш: автомобилсозлик (АҚШ, Канада, Франция, Хитой); «янги» энергетика ва энергияни тежаш (АҚШ, Франция); транспорт инфратузилмаси (Канада, Франция, Хитой, Қозоғистон, Ўзбекистон); уй-жой қурилиши (Канада, Буюк Британия, Хитой, Қозоғистон); аэрокосмик, тоғ-кон, ўрмон саноати; инновацион технологиялар (Хитой), агросаноат мажмуаси; экспорт (Хитой);

б) бевосита ва билвосита солиқларни камайтириш (Германия, Франция, Швейцария, Япония, Хитой, Ҳиндистон);

в) солиқларни ошириш (Литва, Латвия);

г) кичик ва ўрта бизнесни қўллаб-қувватлаш (Германия, Италия, Буюк Британия, Япония, Хитой);

д) махсус бюджет фондларини яратиш (Франция, Бразилия, Гонконг);

г) давлатдан олинадиган қарзларнинг ортиши (Германия, Франция, Япония).

4. Аҳолини қўллаб-қувватлаш. Аҳолининг банкдан депозитларини олишига йўл қўймаслик ва жамғаришни рағбатлантиришга қаратилган чора-тадбирлар:

а) омонатлар бўйича кафолат суммасини ошириш (АҚШ, Канада, Италия, Буюк Британия);

б) омонатлар бўйича 100 фоизли кафолатлар (Германия, Ирландия);

в) иш жойини йўқотганларни қайтадан ўқитиш ва қайта мослашиш дастурларини қабул қилиш (АҚШ, Канада, Италия);

- г) пенсия фондларини миллийлаштириш (Аргентина);
- д) иш ўринларини қисқартирмаслик юзасидан бизнес билан келишувга эришиш (Германия);
- е) таълимга инвестицияларни кўпайтириш (Франция, Хитой).

2.3. Глобал молиявий архитектурани ислоҳ этиш йўналишлари

Ҳозирги жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг чуқурлашуви билан глобал молиявий архитектурани ислоҳ қилиш, жаҳон молия-банк тизимини янги сифат босқичига олиб чиқишга бўлган қарашлар ҳам ривожлана бошлади.

2008 йилнинг 11-12 октябрида Вашингтонда бўлиб ўтган G-7 саммитида молия вазирлари томонидан қабул қилинган аниқ чоралар (бу хусусда 2.1. параграфда батафсил тўхталганмиз) ҳам бутунжаҳон молиявий архитектурасини чуқур қайта қуриш кераклигидан далолат беради. Хўш, бундай ўзгаришларнинг моҳияти нималарда намоён бўлади?

Биринчидан, АҚШ ФЗТ, Европа Марказий банки, Англия банки, Швейцария Марказий банки 2009 йилнинг 30 апрелига қадар миллий банк тизимига АҚШ долларарида ликвид маблағларни ажратишга нисбатан ҳар қандай чекловларни бекор қилишларини маълум қилишди. Тез орада бунга Япония банки ҳам қўшилди.

Иккинчидан, юқорида кўрсатилган 5 та банк дастлабки таъминотсиз аукционларни ўтказишларини маълум қилишди: 14 октябрда Англия банки 7 кунгача бўлган муддатга; 15 октябрда худди шунча муддатга Швейцария ва Япония банклари; Европа Марказий банки 15 октябрдан кунлик аукционлар дастурини қўллаш бошлади.

Учинчидан, Европа Марказий банки (ЕМБ) ликвидлик муаммоларини юмшатиш мақсадида АҚШ долларари-

нинг чекланмаган таклифини таъминлаш учун 2009 йилнинг январига қадар аукционлар ўтказишини маълум қилди.

Бундан кўринадики, жаҳон молиясини тартибга солишнинг бош инструменти сифатида энди на бозор ва на унинг хусусий агентлари, балки давлат ва унинг қарор чиқарувчи органлари намоён бўлмоқда. Бу йўналишда давлат аралашувини кучайтириш заруратини Европа Иттифоқининг собиқ аъзолари иштирокидаги «Саммит-15»да қабул қилинган инқирозга қарши режа ҳам тасдиқлади. Хусусан, инқирозга қарши чораларни амалга ошириш мақсадида Европа Иттифоқи ЯИМнинг 1 фоизи миқдорида маблағлар ажратиш кўзда тутилди. Шунингдек, банклар ва компанияларни миллийлаштириш, ишлаб чиқаришни қўллаб-қувватлаш, ишсизликка қарши курашиш, аҳолининг муайян қатламларини рағбатлантириш ва бу мақсадда солиқлардан самарали фойдаланиш кабилар ҳам белгилаб олинди.

Жаҳон молиявий инқирози ривожланган ва ривожланаётган давлатлар томонидан уни бартараф этиш ҳамда халқаро молиявий институтларни ислоҳ этиш бўйича ҳамжиҳатликка асосланган мувофиқ чоралар амалга оширилишини тақозо этмоқда. Бу хусусида «G-20» – Катта йигирматалик давлатларининг 2008 йил 15 ноябрда Вашингтонда бўлиб ўтган молия бозорлари ва жаҳон иқтисодиёти бўйича саммити Декларациясида ҳам сўз боради.

Декларацияда глобал инқирозни бартараф этишга қаратилган биргаликдаги ҳаракатларга оид таклифлар киритиш белгиланган бўлиб, ўрта муддатли истиқболда амалга оширилиши лозим бўлган чора-тадбирлар сифатида молия бозорларини тартибга солишнинг янги қоидаларини, шунингдек, Маастрихт келишуви мисолида ривожланган давлатларнинг макроиқтисодий параметрларига қўйиладиган талабларни ишлаб чиқиш; инқироз вазиятида белгиланган вазифаларни ҳал қилишга ХВФнинг имконияти етарли бўлмаётганини ҳисобга олиб, унинг

молиявий имкониятларини кенгайтириш (250 млрд. АҚШ долларидан 1 трлн. АҚШ долларига етказиш); G-20 нинг ролини ошириш ва унинг мавқеини мустаҳкамлаш; рейтинг агентликлари фаолиятини тартибга солишнинг ягона тизимини шакллантириш; молия соҳасида аъзолари регулятив, молия ва фискал сиёсатни амалга оширишда ягона қоидага амал қиладиган янги халқаро молиявий ташкилотни ташкил этиш ёки амалдагилардан бирини қайта шакллантириш кабиларни ажратиб кўрсатиш мумкин.

Умуман олганда, мазкур саммитда қабул қилинган қарорлар жаҳон молия бозорини куйидаги тамойиллар асосида ислоҳ этилишини кўзда тутди:

– молия бозоридаги шаффофлик ва молия ҳолати тўғрисидаги информацияни тўлиқ ва аниқ беришни кучайтириш;

– барқарорликни тартибга солишни кучайтириш;

– молия бозор қатнашчиларининг ўз мажбуриятларини бажаришини рағбатлантириш;

– халқаро ҳамкорликни кучайтириш;

– халқаро молия институтларини ислоҳ этиш (Халқаро валюта фонди, молиявий барқарорлик форуми (МБФ)).

Глобал молиявий инқирозни бартараф этиш йўллари излашда етакчи давлатларнинг раҳбарлари позицияларида хилма-хиллик кўзга ташланмоқда. Евроиттифоқ Франция Президенти Н.Саркози бошчилигида жаҳон молия бозорларини тартибга солишни кучайтириш тарафдори бўлгани ҳолда, АҚШ томони савдо ва инвестицияни янада эркинлаштириш кераклигини таъкидламоқда. Россия Федерацияси Президенти Д.Медведев фикрича, етакчи ўйинчиларнинг ҳуқуқ ва мажбуриятларини адолатли тақсимлаш ва қатъий тартибга солишга асосланган янги жаҳон иқтисодиёти архитектурасини шакллантириш лозим. Балки глобал молиявий инқироз туфайли тартибга солиш ва бозор ўртасидаги нисбат ўзгарар (албатта, ҳозирча тартибга солиш фойдасига),

биноқ бу бозорнинг иқтисодиёт ва молиявий соҳанинг бош регулятори сифатидаги роли бекор қилинишини англамайди.

2009 йилнинг 1-2 апрель кунлари Лондонда ўтказилган Катта йигирматалик давлатлар (G-20) саммитида ҳам глобал молиявий инқироздан чиқиш ва навбатдаги ислохотлар иштирокчи давлатларнинг эътибор марказида бўлди. Саммит натижасида G-20 томонидан жонланиш ва ислохотларнинг глобал режаси (The Global Plan for Recovery and Reform⁵⁰) тасдиқланди. Мазкур режа асосида глобал ишонч, ўсиш ва иш жойларини тиклаш, молия тизимини такомиллаштириш, молиявий тартибга солишни кучайтириш, инқироздан чиқиш учун халқаро молия институтларини молиявий маблағлар билан таъминлаш ва ислох қилиш, халқаро савдо ва инвестицияни қўллаб-қувватлаш, протекционизмга йўл қўймаслик масалалари белгилаб олинди. Шунингдек, мазкур давлатлар раҳбарлари ва молия вазирлари ХВФнинг мавжуд молиявий ресурсларини уч баробарга ошириш ва 750 млрд. АҚШ доллариغا етказиш, 250 млрд. АҚШ доллари миқдоридagi янги СДР тақсимотини қўллаб-қувватлашга келишиб олишди.

Иқтисодий ўсиш ва йўқотилган иш жойларини тиклаш мақсадида G-20 томонидан фискал ва монетар экспансион сиёсатнинг амалга оширилиши белгилаб қўйилди. Шунингдек, банк тизимини ликвидлиликни оширишга рафбатлантириш, молиявий институтларни қайта капиталлаштириш, принципаал муҳим институтлар барқарорлигини таъминлаш, молия тизими орқали нормал кредит оқимини таъминлаш чораларининг кўрилиши қайд этилди.

Бундан ташқари, Лондон саммити доирасида «Молия тизимини кучайтириш» Декларацияси ҳам қабул қилинди. Ушбу Декларация доирасида янги Молиявий барқа-

⁵⁰ www.g20.org/Documents/final-communique.pdf

порлик кенгашини (МБК) (Financial Stability Board) тузиш, МБКнинг ХВФ билан биргаликда макроиқтисодий ва молиявий рискларнинг дастлабки белгиларини аниқлаши, уларни бартараф этишга қаратилган хатти-ҳаракатларни амалга ошириши, тартибга солиш тизимларини такомиллаштириш, банк тизимидаги капиталнинг мувофиқлиги, сифати ва миқдорини оширишга қаратилган чораларни амалга ошириш, ортиқча леверажга йўл қўймаслик, халқаро бухгалтерия стандартларининг юқори сифатли ягона тизимини шакллантириш, кредит рейтинг агентликларини тартибга солишни кучайтириш вазифалари белгилаб олинди.

Умуман олганда, Лондон саммити натижасида халқаро молия институтлари орқали жаҳон иқтисодиётига, хусусан, савдони молиялашга қўшимча 1 трлн. АҚШ долларидан зиёд молиявий маблағлар ажратилишига келишиб олинди.

Ҳозирги пайтда жаҳон валюта тизимини ислоҳ қилиш, барча давлатлар манфаатларига хизмат қиладиган валюта тизимини шакллантириш ўз ечимини топа олмаётган долзарб масалалигича қолмоқда. Ҳозирги жаҳон молиявий инқирозининг шаклланишига АҚШ валютасининг миллий ва жаҳон пули функциясини бажаришидаги но мувофиқликлар ҳам ўз таъсирини ўтказмай қолмади. Ваҳоланки, халқаро савдо, инвестиция, капиталлар ҳаракати билан боғлиқ битимларда шартнома валютаси сифатида АҚШ долларининг роли юқорилигича қолмоқда. Шунингдек, АҚШ долларининг халқаро валюта захиралари таркибидаги салмоғи, 2008 йилнинг 2-чораги якуни натижаларига кўра, 62,5 фоизни ташкил этган⁵¹.

Юқоридаги жадвал маълумотларидан кўринишича, АҚШ долларининг валюта битимларидаги салмоғи, гарчи у пасайиш тенденциясига эга бўлса-да, сезиларли дара-

⁵¹ ХВФ ҳисобот маълумотлари асосида муаллифлар томонидан ҳисобланган.

2.3.1-жадвал

Валюталарнинг жаҳон валюта бозори битимларидаги салмоғи⁵²

Валюталар	2001	2004	2007
АҚШ доллари	90,3	88,7	86,3
Евро	37,6	37,2	37,0
Иен	22,7	20,3	16,5
Фунт стерлинг	13,2	16,9	15,0
Швейцар франки	6,1	6,1	6,8
Австралия доллари	4,2	5,5	6,7
Канада доллари	4,5	4,2	4,2
Жами валюталар	200,0	200,0	200,0

жада юқоридир. 2007 йилда унинг халқаро валюта битимларидаги салмоғи 86,3 фоизни ташкил этган.

Маълумки, жаҳон валюта тизимида етакчи ролни доимо қудратли давлат валютаси бажариб келган. Тарихга назар ташласак, 1870 йилларда АҚШ ва Франция биметаллизмга қайтиш ва халқаро ҳисоб бирлиги стандартини ривожлантириш нуқтаи назаридан халқаро даражада валютавий ислоҳотлар тарафдори бўлиб чиққан. Мантиқан амалдаги жаҳон валюта тизимидан юқори даражада манфаатдор бўлган ва шу даврнинг энг қудратли давлати бўлмиш Буюк Британия бу ислоҳотларга қаршилик билдириши табиий эди. Буюк Британиянинг валютавий ислоҳотларга қарши туриши негизда халқаро резерв валюта бўлмиш фунт стерлингга муқобил валютанинг юзга келишини инкор этиш ғояси ётарди.

Маълум муддатдан сўнг, АҚШ жаҳоннинг энг қудратли давлатига айлангач, энди халқаро валютавий ислоҳотларни даъво қилувчи давлатларнинг ўрни алмашди,

⁵² Халқаро ҳисоб-китоблар банкининг (Базель) ҳисобот маълумотлари, 2007 йил; www.bis.org.

яъни ислохотлар тарафдори бўлиб Буюк Британия, унга қарши турувчи давлат бўлиб эса, АҚШ майдонга чиқди.

1933 йилдаги жаҳон олтин конференциясида Франция халқаро валютавий ислохотлар фикрини олға сурди. Франция АҚШ ва Буюк Британияни олтин баҳосини қатъий белгилаш тизимига қайтишга ундади. Президент Рузвельт бунга рад жавобини берди ва АҚШ доллари сузишда давом этди, олтин бир унциясининг баҳоси 20,67 дан 35 АҚШ долларигача кўтарилди. АҚШ унинг етакчилик ролини таъминлаб турган шароитларни инкор этувчи валюта тизимига ўтишни истамади.

1944 йил Бреттон Вудсда ўтказилиши мўлжалланган конференция учун Рузвельт АҚШ Ҳазначилик бош қотиби Генри Моргентауга (Henry Morgenthau) урушдан сўнг ягона халқаро валюта учун режалар тузишни буюради. Гарри Декстер Уайт (Harry Dexter White) ва АҚШ Ҳазначилиги ходимлари «unitas» деб номланувчи ягона жаҳон валютасининг режасини ишлаб чиқдилар. Бу пайтда Лондонда Ж.М. Кейнс «banker» дея аталувчи жаҳон валютаси учун режа тайёрлаб қўйган эди.

Буюк Британия делегацияси Бреттон Вудсга келгач, конференция ишида жаҳон валютаси масаласининг кўтарилишини кутди. Лекин бу пайтда АҚШ томонида бошқа ғоялар туғилган бўлиб, жаҳон валютаси масаласида сукунат сақлашни лозим деб билади. Шундай қилиб, интернационализм ғояси миллий иқтисодий манфаатларга тобе қилинади. Натижада АҚШ на Кейнснинг «banker» режасини, на ўзларининг «unitas» режасини амалга оширди. Таъкидлаш лозимки, Бреттон Вудс конференцияси жаҳон валюта тизимида кескин ўзгаришларга олиб келмади, балки 1934 йилдан буён амалда бўлган тизимни сақлаб қолишга хизмат қилди.

Бу ўринда, Президент Ф.Рузвельтнинг Конгрессга йўллаган «Валюта ва банк ишига оид Бреттон Вудс таклифлари» номасидаги бир очиқ фактни келтиришни лозим топдик. Бу номада у Бреттон Вудс режаси жаҳон ва-

лютаси масаласини қамраб олмаганлигини билдирди: «АҚШ учун кенгайтирилган халқаро савдога асос бўладиган иқтисодий ҳамкорликларнинг тамойилларини ишлаб чиқиш вақти келди. Биз буни супер бошқарувни ўрнатиш билан эмас, балки валюта институтлари ва савдони тартибга соладиган қонунларни такомиллаштиришга қаратилган халқаро музокаралар ва келишувлар орқали бўлишини тақлиф қиламиз.

Барчаси яхши бошланди. Бирлашган Миллатларнинг валюта масалаларига оид Бреттон Вудс конференцияси барчамиз учун катта амалий аҳамият касб этадиган муаммоларни илгари сурди. Анжуманда валютавий хаосга (monetary chaos) нуқта қўядиган ХВФни ташкил этиш режаси тақдим этилди. Фонд – турли пул бирликларининг алмашув курсларини тартибга солиш ва барқарорлигини таъминлашга қаратилган молиявий муассасадир.

Ҳануз ҳар бир давлат ўзининг турли валюталарига эга бўлади, лекин ХВФнинг фаолият юритиши билан ҳар бир валютанинг халқаро савдодаги қиймати аввалгига нисбатан барқарорлашади. Хорижий валюталарнинг қийматларидаги ўзгаришлар Фонд томонидан тақозо қилинадиган омиллар батафсил кўриб чиқилгандан сўнггина амалга оширилади»⁵³.

Таъкидлаш лозимки, АҚШнинг Бреттон Вудсдаги позицияси жаҳон валютасини инкор этарди. Чунки глобал валюта АҚШ валютасининг халқаро савдодаги мавқеига жиддий таҳдид солиши муқаррар эди.

1971 йилда Президент Никсон долларнинг олтин билан таъминланиши мажбуриятини бекор қилгач, бир неча ой ўзгарувчан валюта курслари режими амал қилди. Шундан сўнг, 1971 йилнинг декабрига келиб давлатлар олтинга эмас, балки долларга қайта бошладилар. Бу пайтда валюта тизими – соф доллар стандарти эди. Бунда муаммо шундан иборат эдики, соф доллар стандарти,

⁵³ Манделл Р. асарларидан олинди // www.robertmundell.net

резерв валютани эмиссия қилувчи давлат монетар интизомни сақлай олсагина, амал қилиши мумкин эди.

1973 йилда йигирматалик давлатлари қўмитаси амалдаги жаҳон валюта тизимини бекор қилиш ва инфляция муаммолари бартараф этилгунга қадар ўзгарувчан валюта курслари тизимига ўтишга қарор қиладилар. Бироқ валюта курсининг сузиш режими шароитида ривожланаётган давлатлар ўз миллий валютаси барқарорлигини сақлаш учун сезиларли даражада юқори хорижий валюта захираларига эга бўлиш мажбурияти остида қолмоқда. Ваҳоланки, мазкур шарт-шароит ривожланаётган давлатларни нисбатан паст даромад келтирадиган АҚШ ҳукумати қимматли қоғозларига инвестиция қилишга ундамоқда.

2002 йилга келиб Нобель мукофоти лауреати, «евронинг отаси» Р.Манделл АҚШ доллари, иен, евро ва олтин билан таъминланган глобал валютани муомалага чиқарувчи Глобал марказий банкни ташкил этиш ғоясини илгари сурди. Бироқ унинг «оптималь валюталари» евронинг пайдо бўлишига замин яратган бўлса-да, глобал валюта масаласи ҳозирча назариялигича қолмоқда. Шундай бўлса-да, ягона жаҳон валютасидан дунё аҳли сезиларли даража юқори манфаат кўришини ҳам таъкидлаш лозим. Хусусан, дунёдаги барча нархларнинг бир тўлов бирлигида ифодаланиши, давлатлар ўртасидаги савдо муносабатлари худди АҚШнинг штатлари ўртасида бўлгани каби содда ва осон кечиши шулар жумласидандир.

Ҳозирги кунда саноати ривожланган мамлакатлар ўртасида халқаро валютавий ислохотлар борасида музокаралар кўзга ташланмайди. Чунки ҳозирги даврнинг энг кудратли давлати ўзининг гегемонлигига нисбатан таҳдид сезмагунча ва уни бартараф этувчи ислохотни, халқаро валютавий ислохотларни ҳеч қачон олға сурмайди. АҚШнинг доллардаги мажбуриятлари ўсиш тенденциясига эга бўлмоқда. Миллий манфаатлар нуқтаи назаридан АҚШ амалдаги жаҳон валюта тизимига муқобил бўлган тизимни кўзламайди. Чунки ҳозирги замон жаҳон валюта тизи-

ми АҚШнинг сенъораж кўринишидаги даромадларининг максималлашувини таъминловчи шароитларга эга.

Айни пайтда ҳақли савол туғилади: хўш, СДР-чи? У халқаро ликвидлиликни таъминлаш мақсадида жаҳон валютаси сифати муомалага киритилмаганмиди? Ҳозирги кунда СДР нинг давлатлар халқаро захиралари таркибида жуда паст салмоққа эга эканлиги унинг жаҳон валютаси функциясини тўлақонли бажара олмаётганлигидан далолат беради. Биргина Россия банки мисолида, 2009 йилнинг 1 январь ҳолатига кўра, халқаро захиралар 427080 млрд. АҚШ доллари сифатида баҳолангани ҳолда, унинг таркибидаги СДР 1 млрд. АҚШ долларини ташкил этган⁵⁴.

Таъкидлаш лозимки, ушбу молиявий инқироз мавжуд халқаро молиявий архитектуранинг ўзгаришига, глобал тартибга солиш институтларининг ислоҳ қилинишини жадаллаштириш, шунингдек, евронинг АҚШ долларига нисбатан позициясини сезиларли даражада яхшилаши учун янги имкониятларни юзага келтиришга хизмат қилиши мумкин. Бу ўринда глобал молиявий архитектурани ислоҳ қилиш:

- сиёсий ислоҳотларга кўп томонлама, кўп қутбли ёндашиш;
- тартибга солишни такомиллаштириш;
- ҳисобдорликни кучайтириш;
- халқаро стандартларни такомиллаштириш;
- институционал ислоҳотлар ўтказиш кабиларни қамраб олиши лозим.

Умуман олганда, жаҳон молия бозорларини тартибга солишнинг замонавий қоидаларини ишлаб чиқиш, халқаро рейтинг агентликлари фаолиятини тартибга солишнинг ягона тизимини шакллантириш жаҳон молиявий инқирозининг оқибатларини юмшатиш ва келгусида шиддат билан чуқурлашининг олдини олишга хизмат қилиши мумкин.

⁵⁴ Россия банки маълумотлари // www.cbr.ru.

3-БОБ.

ЖАҲОН МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ ИНҚИРОЗИНИНГ ЎЗБЕКИСТОН ИҚТИСОДИЁТИГА ТАЪСИРИ ВА УНИ ЮМШАТИШ ЧОРАЛАРИНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ

3.1. Жаҳон молиявий инқирозининг Ўзбекистон иқтисодиётига таъсири ва уни камайтириш, юмшатиш омиллари

«...тобора чуқурлашиб бораётган жаҳон молиявий инқирози мамлакатимизга таъсир кўрсатмайди, бизни четлаб ўтади, деган хулоса чиқармаслик керак. Масалани бундай тушуниш ўта соддалик, айтиш мумкин-ки, кечириб бўлмас хато бўлур эди».

И.А. Каримов

Ўзбекистон халқаро жамиятнинг ва жаҳон молиявий-иқтисодий бозорининг ажралмас бир қисми ҳисобланар экан, жаҳондаги молиявий-иқтисодий инқирозлар мамлакатимизга ўз таъсирини ўтказмасдан қолмайди. Халқаро бозорларда хом ашё товарлари баҳосининг пасайиши Ўзбекистон экспортига салбий таъсир қилиши мумкин. Қайд этиш лозимки, Ўзбекистон дунё автосаноатига мис етказиб берувчи асосий давлатлардан бири ҳисобланади. Ваҳоланки, инқироз даврида миснинг баҳоси 2-3 марта пасайди. Бундан ташқари, 2008 йилга нисбатан 2009 йилнинг 1 январь ҳолатига кўра олтиннинг нархи 96 фоизга, платинанинг нархи 56,7 фоизга, кумушнинг нархи 75 фоизга, ураннинг нархи 55,6 фоизга, пахтанинг жаҳон бозоридаги нархи 73,9 фоизга, нефтнинг нархи 36,6 фоизга, табиий газнинг нархи эса 75,1 фоизга пасайган⁵⁵.

⁵⁵ Олтин, платина, кумуш, ураннинг нархлари www.infoMine.com/commodities маълумотлари, пахтанинг нархи www.cotton.org/econ/prices/index.cfm, нефт ва табиий газнинг нархлари эса www.urwealthy.com маълумотлари асосида муаллифлар томонидан ҳисобланган.

«Шу боис глобал молиявий инқироз ва биринчи навбатда, унинг оқибатлари иқтисодиётимизнинг ривожланиши ва самарадорлик ҳолатларига таъсир этаётганидан кўз юмиб бўлмайди.

Жаҳон бозорида талабнинг пасайиб бориши оқибатида Ўзбекистон экспорт қиладиган қимматбаҳо ва рангли металллар, пахта, уран, нефть маҳсулотлари, минерал ўғитлар ва бошқа маҳсулотларнинг нархи тушиб бормоқда. Бу эса, ўз навбатида, хўжалик юритувчи субъектлар ва инвесторларнинг экспортдан оладиган тушумлари камайишига олиб келади. Уларнинг фойда кўришига ва ишлаб чиқариш рентабеллигига, охир оқибатда эса, макроиқтисодий кўрсаткичларимизнинг ўсиш суръатлари ва иқтисодиётимизнинг бошқа томонларига салбий таъсир қилади»⁵⁶.

Дарҳақиқат, жаҳон хом ашё бозорларида талабнинг сусайиши туфайли нархларнинг кескин пасайиши 2009 йилда корхоналаримиз экспорт даромадларининг сезиларли камайишига олиб келиши мумкин. Айти пайтда, асосий савдо ҳамкорларимиз харид қобилиятининг кескин пасайиши ҳам ташқи савдо айланмасига салбий таъсир кўрсатади.

3.1.1-жадвал

Ўзбекистонда энгил автомобиллар ишлаб чиқариш ва Россияга экспорт қилиш динамикаси

Йил	Машина	Ишлаб чиқарилган (дона)	Россияга экспорт қилинган (дона)	
			Nexia	Matiz
2007	Daewoo	171840	Nexia	49044
			Matiz	42258
2008	Daewoo	195038	Nexia	50814
			Matiz	44696

⁵⁶ Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари. – Т.: "Ўзбекистон" НМИУ, 2009, 12-б.

Биргина енгил автомобиль экспортини оладиган бўлсак, жаҳон молиявий инқирозининг Россия иқтисодиётига салбий таъсири натижасида 2008 йилнинг IV чорагида Ўзбекистонда ишлаб чиқарилган автомобилларнинг Россиядаги сотиш ҳажми 25%га қисқарди. Шунга қарамай, 2008 йилда енгил автомобиль экспорти ҳажмида ўсиш кузатилган (3.1.1-жадвалга қаранг).

Бироқ 2009 йил февраль ойида Россияда енгил автомобиль сотиш ҳажми 2008 йил февралга нисбатан 38% камайган. Шу жумладан, Daewoo автомобилларини сотиш ҳажми 2008 йил февраль ойида 7659 донани ташкил этган бўлса, 2009 йил февраль ойида 4011 донага тенг бўлди.

Шунингдек, Ўзбекистон пахта толаси экспортининг сезиларли қисми Жанубий Шарқий Осиё мамлакатлари енгил саноатига етказиб берилади. Молиявий инқирознинг мазкур мамлакатларга салбий таъсири, ўз навбатида, республикамиз пахта экспортининг пасайишига олиб келиши мумкин.

Бундан ташқари, жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шароитида республикамизга катта миқдорда пул ўтказмаларининг кириб келишини таъминлайдиган давлатларда ишсизлик даражасининг ошиши мигрантларнинг пул жўнатмалари миқдорига нисбатан салбий таъсирни юзга келтириши мумкин. Масалан, Россияда ишсизлик даражаси ошганлиги туфайли, 2009 йилнинг январидан бошлаб мигрантларга вақтинчалик 50 фоизли чеклов ўрнатилди.

Шунингдек, Ўзбекистон жалб қилган халқаро кредитларнинг асосий қисми сузувчи ставкали кредитлардир. Инқироз даврида кредитлар баҳосининг қимматлашуви ташқи кредитларга хизмат кўрсатишни қийинлаштириши мумкин.

2008 йилда молиявий инқирознинг чуқурлашуви шароитида республикамизда барқарор иқтисодий ўсиш таъминланмоқда. Хусусан, 2008 йил якунига кўра, ЯИМнинг

ўсиши 9 фоизни ташкил этган. Иқтисодиётнинг бундай юқори суръатларда ўсиши, даставвал, иқтисодиётдаги чуқур структуравий ўзгаришлар ҳисобидан таъминланмоқда. Бугунги кунда Ўзбекистон йилига 6,3 млн. тонна дон етиштиради (1991 йилда бу кўрсаткич 0,5 млн. тонна эди), 7 млн. тоннага яқин нефть қазиб чиқаради (1991 йилда – 2,8 млн. тонна), бу эса, ўз навбатида, ҳар йили 4,8 млрд. АҚШ доллари миқдорига молиявий маблағларни тежаш имкониятини беради⁵⁷ Шунингдек, иқтисодиётнинг янги юқори технологияли тармоқлари юзага келганки, улар қаторига автомобилқурилиш, газ-кимё, электротехника, фармацевтика, текстил, озиқ-овқат ва бошқа саноат тармоқларини киритиш мумкин.

Бундан ташқари, қишлоқ хўжалигидаги самарали ислохотлар, фермер хўжалиklarини моддий-техник таъминлаш ва молиялашнинг ишончли тизими ҳамда механизмининг шакллантирилиши, ер майдонларининг оптималлаштирилиши натижасида 2008 йилда фермер хўжалиklarининг пахта етиштиришдаги улуши 99,1 фоизни, ғалла тайёрлашдаги ҳиссаси эса 79,2 фоизни ташкил этган⁵⁸. Бу инқироз шароитида мамлакатимизда озиқ-овқат хавфсизлигини таъминлаш нуқтаи назаридан ҳам ижобий ҳисобланади.

Ўзбекистонда жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози оқибатларининг олдини олиш ва юмшатиш имконини берадиган омиллар сифатида қуйидагиларни алоҳида ажратиб кўрсатиш мақсадга мувофиқ, деб ҳисоблаймиз.

1. Ўзбекистонда макроиқтисодий барқарорлик ва етарлича халқаро валютавий тўловга қобилликнинг таъмин-

⁵⁷ Азимов Р.С. «Узбекская модель» реформирования и модернизации экономики, ее эффективность в преодоление последствий мирового финансово-экономического кризиса» // конференция материаллари. – Тошкент, 2009 йил 22 май.

⁵⁸ Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари. – Т.: Ўзбекистон, 2009, 22-б.

ланганлиги. Бугунги кунда республикамизнинг ташқи қарзи ЯИМ ҳажмининг 14,8 фоизини ташкил этади (3.1.2-жадвалга қаранг). Бу эса, халқаро мезонлар бўйича, «ҳар жиҳатдан мақбул ҳолат» деб ҳисобланишини таъкидлаш жоиз.

3.1.2-жадвал

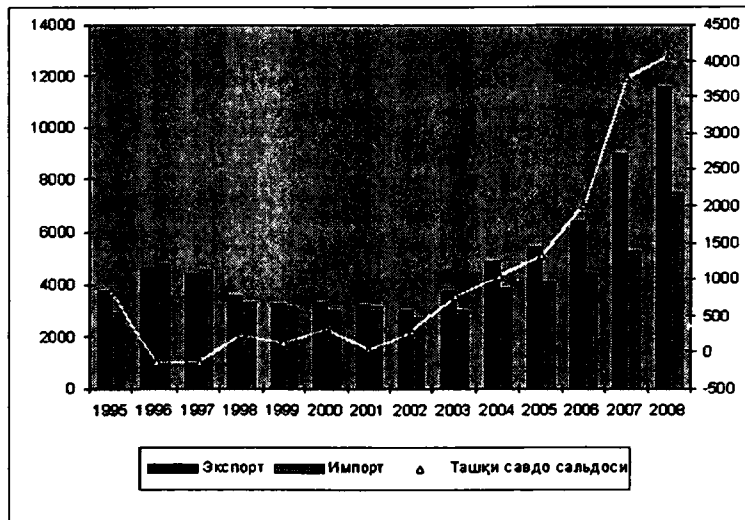
Ўзбекистон Республикаси савдо баланси қолдиғи ва ташқи қарзи динамикаси⁵⁹

Кўрсаткичлар	2001 й.	2002 й.	2003 й.	2004 й.	2005 й.	2006 й.	2007 й.	2008 й.
1.Ташқи қарзнинг номинал ялпи ички маҳсулотга нисбати	56,2	44,1	43,7	37,3	29,0	22,0	17,0	14,8
2.Ташқи савдо сальдоси (млн. АҚШ долларлари)	33,5	276,4	760,8	1037	1317,5	1993,9	3755,9	4068,8

2008 йил якунларига кўра, республикамиз ташқи савдо баланси 21,4 фоизга, жумладан, экспорт 28,7 фоизга ортган. Бундан ташқари, 2008 йил молиявий-иқтисодий инқирознинг чуқурлашуви шароитида, республикамиз ташқи савдо баланси қолдиғи ижобий бўлиб, 4068,8 млн. АҚШ долларини ташкил қилган. 3.1.1-расм маълумотлари кўрсатишича, Ўзбекистон ташқи савдосининг ижобий қолдиғида 2001 йилдан буён ўсиш тенденцияси мавжуд. Экспорт-импорт операциялари ҳажмида эса, 2002 йилдан бошлаб ўсиш тенденцияси кузатилмоқда.

Шунингдек, республика экспорти таркибида хом ашё товарлари бўлмиш пахта толаси, қора ва рангли метал-

⁵⁹ Р.С. Азимовнинг «Узбекская модель» реформирования и модернизации экономики, ее эффективность в преодолении последствий мирового финансово-экономического кризиса» мавзусидаги маърузаси маълумотлари ва Давлат статистика қўмитасининг маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилди.



3.1.1-расм. Ўзбекистон Республикасининг ташқи савдо операциялари (млн. АҚШ долларида)⁶⁰

лар салмоғининг пасайиши ҳам экспортнинг диверсификацияланишуви нуқтаи назаридан мақбул ҳолатдир. Хусусан, пахта толасининг экспорт таркибидаги салмоғи 2008 йилда 9,2 фоизни ташкил этган бўлиб, бу кўрсаткич 2007 йилдагига нисбатан 3,3 ф.п.га, 2000 йилга нисбатан эса, 18,3 ф.п.га кам демақдир (3.1.3-жадвалга қаранг). Республикамиз умумий экспорти таркибида хом ашё бўлмаган товарларнинг улуши эса, 71 фоиздан ортиқ салмоққа эга бўлган. Ушбу ҳолатлар 2007-2008 йил молиявий инқирозининг республикамиз иқтисодиётига нисбатан юмшоқ таъсирга эга бўлганлиги ва экспортни рағбатлантириш ҳамда импорт ўрнини босувчи товарлар ишлаб чиқаришни қўллаб-қувватлаш сиёсати ўзини оқлаганлигидан далолат беради.

⁶⁰ Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика кўмитаси маълумотлари асосида муаллифлар томонидан ишлаб чиқилган.

Шунингдек, валютавий тўловга қобиллик сақланиб қолиши мамлакатимизда қисқа муддатли спекулятив ка-

3.1.3-жадвал

Ўзбекистоннинг экспорт товарлари таркиби
(фоиз ҳисобида) ⁶¹

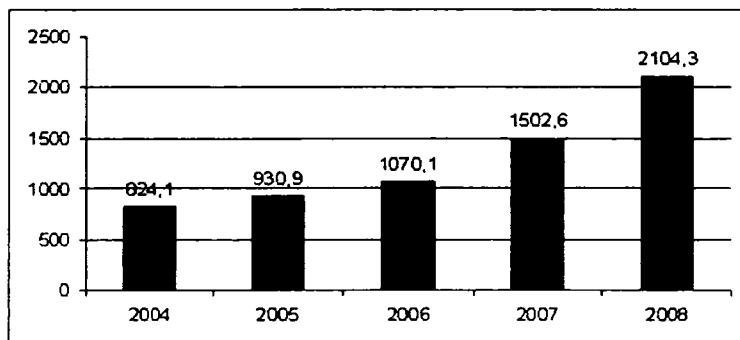
Йиллар	Пахта толаси	Озиқ-овқат	Кийиб маҳсулотлари	Ёрғилли ашугучилар	Рангли ва қора металллар	Машина ва ускуналар	Хизматлар	Бошиқа товарлар	Жами %	Жами (млн. доллар)
2000	27,5	5,4	2,9	10,3	6,6	3,4	13,7	30,2	100,0	3264,7
2001	22,0	3,9	2,7	10,2	7,0	3,9	14,6	35,7	100,0	3170,4
2002	22,4	3,5	3,0	8,1	6,4	3,9	15,9	36,8	100,0	2968,4
2003	19,8	2,7	3,1	9,8	6,4	5,9	14,4	37,9	100,0	3725,0
2004	18,1	3,8	4,7	12,4	8,6	7,4	11,8	33,2	100,0	4853,0
2005	19,1	3,8	5,3	11,5	9,2	8,4	12,2	30,5	100,0	5408,8
2006	17,2	7,9	5,6	13,1	12,9	10,1	12,1	21,2	100,0	6389,8
2007	12,5	8,5	6,8	20,2	11,5	10,4	10,7	19,4	100,0	8991,5
2008	9,2	4,4	5,6	25,2	7,0	7,5	10,4	30,7	100,0	11572,9

питаллар ҳаракатини тартибга солишнинг иқтисодийети- миз ривожланишининг замонавий босқичига мос келадиган тизими шакллантирилганлиги билан ҳам белгиланади. Маълумки, капиталлар ҳаракати эркинлаштирилган давлатларда молиявий инқироз даврида спекулятив капиталнинг чиқиб кетиши даражаси жуда юқори бўлади. Фикримизнинг исботи тариқасида, 1997 йилда Индонезия, Малайзия, Жанубий Корея, Филиппин ва Таиланд давлатларидан чиқиб кетган соф капитал 12 млрд. АҚШ долларини ташкил этганлигини ва Осиё инқирозининг янада авж олишига замин яратганлигини эслаш кифоя.

2. Тижорат банкларининг ликвидлиги ва капиталла- шиш даражасини оширишга қаратилган сиёсатнинг 2005

⁶¹ Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика кўмитаси маълумот- лари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

йилдан бошлаб изчиллик билан амалга оширилганлиги. Банкларнинг капиталлашув даражасини ошириш республикада инқироз юз беришидан аввал бошланди ва бу банклар ўртасида ўзаро мустаҳкам ишончнинг сақланиб қолгани ва ликвидлик муаммолари юз бермаслигини таъминлади. 2008 йилда ҳам тижорат банкларининг капиталлашув даражасини ошириш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Президентининг бир қатор қарорлари, хусусан, 2008 йил 13 августдаги ПҚ-944 сонли «Ўзбекистон акциядорлик тижорат саноат-қурилиш банкининг капиталлашув даражасини янада ошириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги, 2008 йил 13 ноябрдаги ПҚ-998-сонли «Асака» давлат-акциядорлик тижорат банкининг инвестициявий фаоллигини янада ошириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги, 2008 йил 16 октябрдаги ПҚ-986-сонли «Ўзбекистон Республикаси Давлат-тижорат Халқ банкининг капиталлашувини янада кўпайтириш ва инвестицион фаоллигини ошириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Қарорлари қабул қилинди. Кўрилган чора-тадбирларнинг сама-



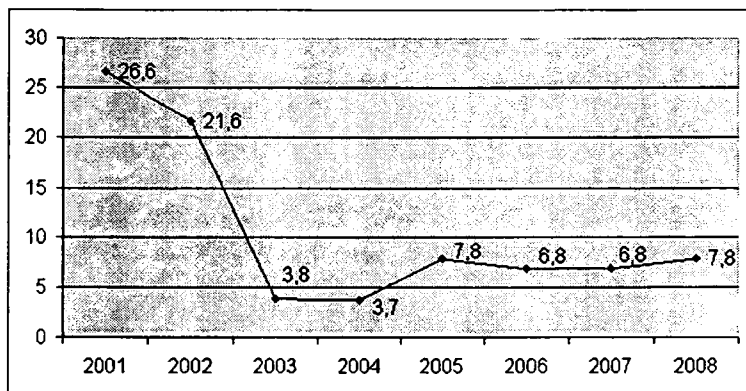
3.1.2-расм. Ўзбекистон Республикаси тижорат банкларининг умумий капитали, млрд. сўм⁶².

⁶² Ўзбекистон Республика Марказий банки ҳисобот маълумотлари асосида муаллифлар томонидан ишлаб чиқилди.

раси ўлароқ, республикада банкларнинг ялпи капитали 2008 йилда 40 фоизга ортди (3.1.2-расмга қаранг).

Бугунги кунда мамлакатимиз банк тизими капиталининг етарлилик даражаси Банк назорати бўйича халқаро Базель кўмитаси талаблари асосида белгиланган халқаро стандартлардан қарийб 3 баробар кўпдир. Ҳозирги вақтда Ўзбекистон банк тизимининг умумий жорий ликвидлиги АҚШ доллари ҳисобида 1,5 млрд. АҚШ долларидан ортиқдир⁶³.

3. Пухта ўйланган пул-кредит сиёсатининг амалга оширилиши натижасида инфляциянинг прогноз кўрсаткичлари чегарасида сақлаб қолинаётганлиги. 3.1.3-расмдаги маълумотлардан кўринишича, 2003 йилдан буён республикада олиб борилаётган инфляцияни жиловлашга қаратилган оқилона пул-кредит сиёсати натижаси ўлароқ, инфляциянинг етарлича барқарор даражаси таъминлан-

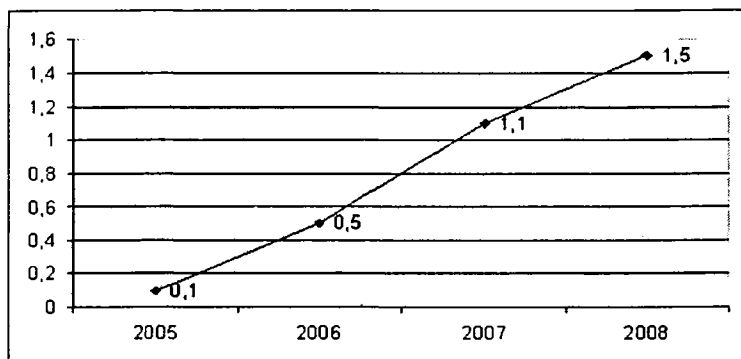


3.1.3-расм. 2001-2008 йилларда Ўзбекистонда инфляция даражаси

⁶³ Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари. – Т.: "Ўзбекистон" НМИУ, 2009, 29-б.

моқда. 2008 йилда ҳам инфляция кўзда тутилган прогноз кўрсаткичлари чегарасида, яъни йиллик 7,8 фоиз даражада бўлиши таъминланди.

4. Оқилона бюджет-солиқ сиёсатининг олиб борилганлиги натижасида Давлат бюджети профицит билан бажарилмоқда, солиқ юкининг пасайиб бориш тенденцияси кузатилмоқда. 3.1.4-расм маълумотлари кўрсатишича, Давлат бюджетининг профицитида 2005 йилдан буён ўсиш тенденцияси кузатилган. 2008 йилда Давлат бюджети профицити ялпи ички маҳсулотга нисбатан 1,5 фоизни ташкил қилди.



3.1.4-расм. Ўзбекистонда Давлат бюджети кўрсаткичининг бажарилиши, ЯИМга нисбатан %да

5. Мамлакат иқтисодиётига жалб этилаётган хорижий инвестициялар миқдорининг барқарор ўсиш суръатига эга бўлаётганлиги. 3.1.4-жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, 2008 йилда республикада ўзлаштирилган чет эл инвестициялари ва кредитлари 2001 йилга нисбатан 5,9 мартага кўпайган.

2008 йилда 1700 млн. АҚШ доллари миқдоридagi инвестициялар ўзлаштирилган бўлиб, бу 2007 йилга нисбатан 46 фоизга кўп демакдир. Шуниси эътиборлики, хори-

Ўзбекистонда чет эл инвестициялари ва кредитларининг ўзлаштирилиши⁶⁴

	2001 й.	2002 й.	2003 й.	2004 й.	2005 й.	2006 й.	2007 й.	2008 й.	2008 йилда 2001 йилга нисбатан ўзгариш, марта
Чет эл инвестиция ва кредитлари, млрд. сўм	369,6	306,2	479,5	659,9	687	748,3	1247,7	2193,7	5,9

жий инвестициялар таркибида тўғридан-тўғри инвестицияларнинг салмоғи 74 фоизни ташкил этади. Мазкур ҳолат мамлакатимизда жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози чуқурлашуви шароитида ҳам қулай инвестицион муҳит сақланиб қолганлигидан далолат беради.

6. Республикаимизда ипотекали кредитлар бозорида барқарорлик сақланиб қолди. Зеро, ипотека кредитларининг гаров таъминоти етарлиликка банклар томонидан катта эътибор қаратилди. 2008 йилнинг 1 январь ҳолатига кўра Ўзбекистон Республикаси тижорат банклари томонидан берилган ипотека кредитларининг умумий миқдори 139545,0 млн. сўмни, яъни ялпи кредитларнинг 2,9 фоизини ташкил этган. Хусусан, жорий йилда ёш оилалар учун уй-жой қуриш ишларига 46 млрд. сўм миқдоридаги кредитлар ажратилди. Шунингдек, ипотека кредитларини секьюритизациялаш амалиёти ва ипотека қимматли қоғозлари бозори республикаимизда шаклланмаган. Республикаимиз банк хизматлари бозорида мураккаб тузилмага эга бўлган банк маҳсулотларининг (ипотека кредитлари асосида чиқарилган қимматли қоғозлар) мавжуд эмаслиги мамлакатимизда банкларни тартибга солиш амалиётида жиддий нуқсон ва қийинчиликлар кузатилмаслигидан далолат беради.

⁶⁴ Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилди.

3.2. Ўзбекистоннинг 2009-2012 йилларга мўлжалланган инқирозга қарши чоралар дастури: вазифалари ва амалга ошириш йўналишлари

Глобал молиявий-иқтисодий инқирознинг мамлакат иқтисодиётига салбий таъсири, унинг оқибатларига барҳам беришда инқирозга қарши чоралар дастурининг ишлаб чиқилиши ғоят долзарб аҳамият касб этади. Зеро, жаҳон экспертларининг аксарияти жорий молиявий инқирознинг 2009-2010 йилларда ҳам давом этишини тасдиқлаётир.

«Шундан келиб чиққан ҳолда, ўз-ўзидан аёнки, мамлакатимизда жаҳон иқтисодий инқирозининг салбий оқибатларини бартараф этиш бўйича 2009-2012 йилларга мўлжаллаб қабул қилинган Инқирозга қарши чоралар дастури Ўзбекистоннинг 2009 йилда ижтимоий-иқтисодий ривожлантиришнинг энг устувор йўналиши бўлиб қолади»⁶⁵.

Юртбошимизнинг узоқни кўра билиб, амалга оширган оқилона сиёсати натижасида мамлакатимизда иқтисодиётнинг реал аҳволи ва шароитларини ҳисобга олиб, 2008 йилнинг иккинчи ярмидаёқ Инқирозга қарши чоралар дастурини ишлаб чиқишга киришилди. Ҳозирги кунда эса, жаҳон иқтисодий инқирози оқибатларининг олдини олиш ва уларни бартараф этиш бўйича Инқирозга қарши чоралар дастури тасдиқланиб, тармоқлар ва ҳудудлар бўйича аниқ ижрочиларга етказилган. Дастур ижросини қатъий назорат қилишни таъминлаш мақсадида ҳукумат комиссияси ва жойларда ҳудудий гуруҳлар ташкил этилган.

Бундан ташқари, 2008 йилнинг ўзида иқтисодиётнинг барқарор суръатларда ўсишини таъминлаш, унинг рақо-

⁶⁵ Каримов И. А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари. – Т.: "Ўзбекистон" НМИУ, 2009, 30-б.

батбардошлигини ошириш мақсадида Президентимиз ва ҳукуватимиз томонидан бир қатор фармон ва қарорлар қабул қилиндики, улар, ўз навбатида, Инқирозга қарши чоралар дастурини мантиқан тўлдиради ва унда белги-ланган вазифаларга мос келади.

Жаҳон молиявий инқирозининг салбий оқибатларини бартараф этиш, иқтисодий ўсишнинг макроиқтисодий мутаносиблиги ва барқарор суръатларини, иқтисодиёт тармоқларининг барқарор ишлашини таъминлаш, аҳоли бандлигига кўмаклашиш, экспорт қилувчилар, саноатнинг етакчи тармоқлари корхоналари ҳамда кичик бизнесни аниқ манзилли қўллаб-қувватлаш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 28 ноябрдаги «Иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарини қўллаб-қувватлаш, уларнинг барқарор ишлашини таъминлаш ва экспорт салоҳиятини ошириш чора-тадбирлари дастури тўғрисида»ги ПФ-4058-сонли Фармони қабул қилинди. Биргина 2008 йилнинг ўзида «Ўзсаноатқурилишбанк», «Асакабанк», «Пахтабанк», «Фаллабанк» каби етакчи банкларнинг капиталлашув даражасини ошириш бўйича қатор муҳим қарорлар қабул қилинди. Шунингдек, «Микрокредитбанк»нинг низом жамғармасини кўпайтиришга оид Ўзбекистон Республикаси Президенти Фармонининг қабул қилиниши кичик бизнес ва хусусий тадбиркорликни молиялашни такомиллаштиришда муҳим қадам бўлди. Натижада тижорат банкларининг устав капиталини ошириш учун 490,5 млрд. сўм маблағ ажратилди (3.2.1-жадвалга қarang).

Маълумки, муҳтарам Президентимиз томонидан республика банк-молия тизимининг барқарорлигини таъминлашнинг қуйидаги тамойиллари белгилаб берилган эди:

– республикаимиз молия бозорига қисқа муддатли спекулятив капитал киришига йўл қўймасдан, хориждан тўғридан-тўғри инвестицияларни жалб қилиш;

– иқтисодиётнинг устувор соҳаларини молиялаштиришда давлат кафолати остида олинган кредитларни фақат

**Тижорат банклари устав капиталини оширишга
йўналтирилган маблағлар ҳажми
динамикаси (млрд.сўм)⁶⁶**

№	Банк номи	Бошланғич устав капитал	Қўшимча инвестицияларнинг умумий миқдори, шу жумладан:			Жами устав капитал
			Давлат бюджети	Бошқа инвесторлар	жами	
1.	Халқ банки	100,0	61,2	58,8	120,0	220,0
2.	Асака банк	300,0	49,6	97,5	147,1	447,1
3.	Узсаноатқурилиш банки	100,0	35,0	30,4	65,4	165,4
4.	Микрокредитбанк	150,0	17,7	54,3	72,0	222,0
5.	Агробанк	100,0	25,0	25,0	50,0	150,0
6.	Қишлоқ қурилиш банк	50,0	20,0	16,0	36,0	86,0
	Жами	800,0	208,5	282,0	490,5	1290,5

узоқ муддатларга, яъни 20 йилдан 40 йилгача ҳамда имтиёзли ставкаларда, хусусан, 0,5 фоиздан 2 фоизгача бўлган миқдорларда жалб қилиш;

– банклар кредит сиёсатини белгилашда ипотека кредитлари бериш меъёрига ва тартибига алоҳида эътибор қаратиш;

– Ўзбекистон Республикаси Тикланиш ва тараққиёт жамғармаси маблағларини шакллантириш;

– республика етакчи банкларининг капиталлашув даражасини кескин ошириш.

Мамнуният билан қайд этиш лозимки, юқорида келтирилган тамойиллар жаҳон молиявий инқирозига қарши муҳим иммунитет вазифасини ўтади ва мамлакатимизда молиявий барқарорликнинг сақлаб қолинишига хизмат қилди.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил

⁶⁶ Ўзбекистон Республикаси Бош вазирининг биринчи ўринбосари, Молия вазири Р.С.Азимовнинг «Узбекская модель» реформирования и модернизации экономики, ее эффективность в преодолении последствий мирового финансово-экономического кризиса» мавзусидаги маърузаси маълумотлари (конференция материаллари. – Тошкент, 2009 йил, 22 май) асосида муаллифлар томонидан тузилди.

24 июлдаги ПҚ-927-сонли «Хорижий инвестициялар ва кредитларни жалб этиш ҳамда ўзлаштириш жараёнини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Қарори асосида хорижий инвестиция ва кредитларни жалб этган ҳолда инвестиция лойиҳаларини тузиш ва кўриб чиқиш тартибини такомиллаштириш чора-тадбирлари, хусусан, «Хорижий инвестициялар ва кредитларни жалб этиш ва ўзлаштириш тартиби тўғрисида»ги низом қабул қилинди.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 2 октябрдаги ПҚ-969-сонли «Ўзбекистон Республикасининг 2009 йилги инвестиция Дастури тўғрисида»ги Қарорида иқтисодиётдаги таркибий ўзгаришларни янада чуқурлаштириш, корхоналарда иқтисодиётдаги таркибий ўзгаришларни такомиллаштириш, корхоналарнинг инвестиция фаолиятини жадаллаштириш, ишлаб чиқаришни модернизациялаш, техник ва технологик жиҳатдан қайта қуроллантириш учун хорижий инвестицияларни кенг жалб қилиш ва улардан самарали фойдаланишга қаратилган чора-тадбирлар қабул қилинди.

Ўзбекистонда Инқирозга қарши чоралар дастурида аниқ чора-тадбирлар мажмуи белгиланган бўлиб, улар қуйидаги асосий вазифаларни ҳал этишга қаратилган⁶⁷:

1. Корхоналарни модернизация қилиш, техник ва технологик қайта жиҳозлашни янада жадаллаштириш, замонавий, мослашувчан технологияларни кенг жорий этиш. Мазкур вазифа, авваламбор, иқтисодиётнинг асосий тармоқлари, экспортга йўналтирилган ва маҳаллийлаштириладиган ишлаб чиқариш қувватларига тегишли бўлиб, бунда халқаро сифат стандартларига ўтиш бўйича қабул қилинган тармоқ дастурларини амалга оширишни тезлаштириш, мамлакатнинг ички ва ташқи бозорда

⁶⁷ Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқироzi, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари. – Т.: «Ўзбекистон» НМИУ, 2009, 32-35-бетлар.

барқарор мавқега эга бўлишини таъминлашни кўзда ту-тади.

2. Жорий конъюнктура кескин ёмонлашиб бораётган ҳозирги шароитда экспортга маҳсулот ишлаб чиқарадиган корхоналарнинг ташқи бозорларда рақобатбардош бўлишини қўллаб-қувватлаш бўйича аниқ чора-тадбирларни амалга ошириш ва экспортни рағбатлантириш учун қўшимча омиллар яратиш, хусусан:

– айланма маблағларни тўлдириш учун корхоналарга Марказий банк қайта молиялаш ставкасининг 70 фоизидан ортиқ бўлмаган ставкаларда 12 ойгача бўлган муддатга имтиёзли кредитлар бериш;

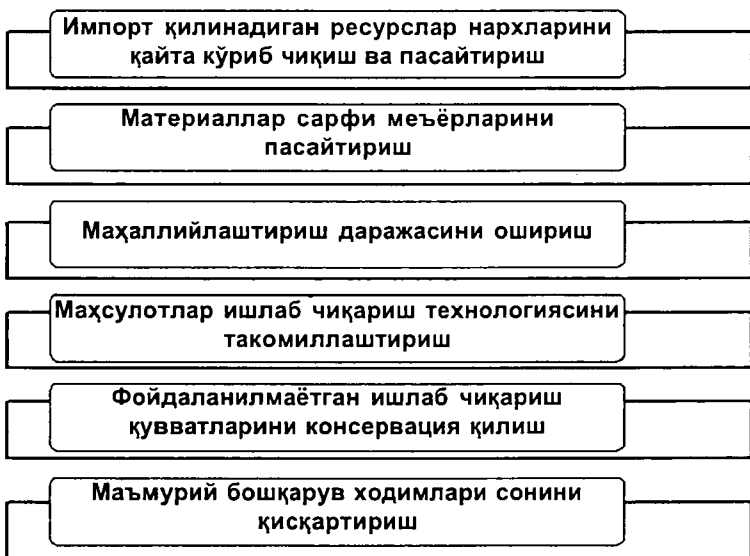
– тайёр маҳсулот ишлаб чиқаришга ихтисослашган, хорижий инвестиция иштирокида ташкил этилган корхоналарни бюджетга барча турдаги солиқ ва тўловлардан – қўшилган қиймат солиғи бундан мустасно – озод қилиш муддатини 2012 йилгача узайтириш;

– банклар кредитлари бўйича тўлов муддати ўтган ва жорий қарзлар миқдорини қайта кўриб чиқиш, бюджетга тўланадиган тўловларнинг пенясидан кечиш ва бошқа муҳим имтиёз ҳамда преференциялар бериш.

Шунингдек, экспортга ишловчи корхоналарни қўллаб-қувватлаш мақсадида: а) 2009 йил январь ҳолатига кўра корхоналарнинг кредиторлик қарзларини реструктуризациялаш ва бюджет, бюджетдан ташқари фондларга электр энергияси, табиий газ ва коммунал хизматлар бўйича пеняларни ҳисобдан ўчириш; б) қўшилган қиймат солиғи суммасининг қайтариш муддатини 30 кундан 20 кунгача қисқартириш; в) ўз вақтида валюта тушумлари келиб тушмаганлиги учун жарима чоралари ҳисобланадиган муддатни 30 кундан 60 кунгача узайтириш белгилаб қўйилди.

3. Қатъий тежамкорлик тизимини жорий этиш, ишлаб чиқариш харажатлари ва маҳсулот таннархини камайтиришни рағбатлантириш (3.2.1-расмга қаранг) ҳисобидан корхоналарнинг рақобатбардошлигини ошириш. 2008 йил

хўжалик юритувчи субъектларнинг иқтисодиётимиздаги етакчи тармоқ ва соҳаларда маҳсулот таннархини камида 20 фоиз туширишига қаратилган чора-тадбирларни амалга ошириш, шунингдек, таннархни камайтириш бўйича белгиланган параметрларга эришиш учун раҳбар ва масъул ходимларни рағбатлантиришнинг таъсирчан механизмини ишлаб чиқиш кўзда тутилган. Бундан ташқари, 2009 йилда барча турдаги энергия манбалари ва коммунал хизматларнинг асосий турлари бўйича нархларнинг кўтарилишини чеклаш, уларнинг 6-8 фоиздан ошмаслик механизми шакллантирилган.



3.2.1-расм. Маҳсулот таннархини пасайтиришнинг асосий йўналишлари

4. Электроэнергетика тизимини модернизация қилиш, энергия истеъмолини камайтириш ва энергия тежашнинг самарали тизимини жорий этиш чораларини амалга ошириш.

5. Жаҳон бозорида талаб пасайиб бораётган бир ша-роитда, ички бозорда талабни рағбатлантириш орқали маҳаллий ишлаб чиқарувчиларни қўллаб-қувватлаш, иқтисодий ўсишнинг юқори суръатларини сақлаб қолиш. Бу ўринда ишлаб чиқаришни маҳаллийлаштириш дастури-ни кенгайтириш муҳим ўрин тутди. Ушбу дастур доира-сидаги лойиҳалар ҳажмини 3-4 баробар кўпайтириш, гўшт ва сутни қайта ишлашга ихтисослашган микрофирма ва кичик корхоналар учун бўшаган маблағларни ишлаб чи-қаришни техник қайта жиҳозлаш ва модернизация қилиш-га мақсадли равишда йўналтириш шарти билан ягона солиқ тўлови ставкасини 2012 йилнинг 1 январига қадар 50 фоизга қисқартириш, тайёр ноозиқ-овқат товарларнинг муайян турларини ишлаб чиқаришга ихтисослашган кор-хоналарни фойда ва мулк солиқларидан, микрофирма ва кичик корхоналарни ягона солиқ тўловидан озод қилиш кўзда тутилган.

Умуман олганда, Ўзбекистонда Инқирозга қарши чора-тадбирлар дастурининг муҳим йўналишлари бўлиб қуйи-дагилар ҳисобланади:

– маҳаллий ишлаб чиқарувчи корхоналарнинг барча ресурслардан самарали фойдаланиши ҳисобига маҳсу-лот таннархини 20 фоиздан кам бўлмаган миқдорда па-сайтириш орқали уларнинг рақобатбардошлигини таъмин-лаш;

– Давлат бюджетидан 491 млрд. сўмдан ортиқ маблағ-лар тижорат банклари устав жамғармаларини ва кредит ресурсларини кўпайтиришга йўналтириш орқали банклар томонидан экспорт қилувчи корхоналарга айланма маб-лағларини тўлдириш учун имтиёзли кредитлар ажратиш;

– 2009 йилда энергия ресурслари нархларининг ўсиш даражасини 6-8 фоиздан оширмаслик;

– иқтисодиётда инфратузилмани тубдан яхшилаш ва янги иш ўринларини яратиш мақсадида «Ўзбек миллий автомагистрали» лойиҳасини, яъни 1-тоифали 4 йўлак-ли халқаро автомобиль йўлини амалга ошириш;

– кичик бизнес ва тадбиркорликни, айнан янги ташкил қилинаётган кичик корхоналарни имтиёзли кредит ресурслари орқали қўллаб-қувватлаш каби устувор вазифалар мазкур дастурда ўз аксини топган;

– маҳаллийлаштириш дастурига асосан тайёр маҳсулотлар ишлаб чиқариш миқдорини 3,1 баробарга ва шу борадаги лойиҳалар сонини 3,5 баробарга ошириш;

– солиқ ставкаларини пасайтириб бориш ва аҳолининг реал даромадларини ошириш;

– солиқ ставкаларини унификациялаш ва солиқ солиш базасини такомиллаштиришда иқтисодий чораларни кўриш орқали солиқ тушумларини ошириб бориш;

– иқтисодиётда солиқ юкини камайтириш орқали барқарор иқтисодий ривожланишни таъминлаш;

– бюджет харажатларини ижтимоий соҳаларга йўналтириш.

Шундай қилиб, Ўзбекистон Республикаси ҳозирги жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг мамлакатимизга салбий таъсирини бартараф этиш ва мамлакатнинг келгусида барқарор ривожланиши ҳамда рақобатбардошлигини таъминлашга хизмат қилувчи Дастурга эга бўлиб, у ўз навбатида, Экспорт қилувчи корхоналарни қўллаб-қувватлаш ва уларнинг барқарор фаолиятини таъминлаш, мамлакатимиз товар ишлаб чиқарувчилари ва хизмат кўрсатувчилари маҳсулотларига ички талабни ноинфляциявий рағбатлантириш, иқтисодиётнинг реал сектори ресурс базасини кенгайтириш ва инвестицион фаоллик ўсишини таъминлаш, электро-энергетика соҳасини модернизация қилиш, энергия сифимини қисқартириш ва энергияни тежаш тизимини жорий этиш, кичик бизнеснинг ривожланишини қўллаб-қувватлашни кучайтириш, аҳоли бандлигига ва янги иш ўринларини ташкил этишга кўмаклашиш каби чора-тадбирларни қамраб олади.

Фикримизча, ушбу йўналишда республикамиз молиявий-иқтисодий ва банк тизимларининг барқарор ва ишон-

члилигини ва уларнинг ҳимоя механизмларини кучайтириш учун халқаро молия инқирозининг мамлакат банк тизимига таъсири даражасини эътиборга олган ҳолда, Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати дастаклари, ликвидлиликни тартибга солиш инструментларини янада такомиллаштириш, банк хизматларидаги инновацияларни ҳисобга олган ҳолда банклар фаолиятини тартибга солиш ва назорат қилишни янада такомиллаштириш мақсадга мувофиқ саналади.

Масалан, 2008 йилнинг 29 октябрида АҚШ Федерал захира тизими жаҳон молиявий инқирози шароитида ликвидлилик муаммоларини юмшатиш мақсадида Бразилия, Корея, Мексика ва Сингапур давлатлари марказий банклари билан ўзаро своп келишувларини йўлга қўйди. Мазкур своп битимлари бозор муносабатлари қарор топаётган тўрт мамлакатда валюта курси барқарорлигини таъминлаш ва ликвидлиликни ошириш мақсадларида своп линиялари бўйича 30 млрд. АҚШ доллари миқдоридagi маблағларнинг ажратилишини кўзда тутди⁶⁸.

Республикамизда сўм барқарорлигини таъминлаш ва валюта бозори ликвидлигини ошириш мақсадида мамлакатимизнинг асосий савдо ҳамкорлари, хусусан, МДХ давлатлари доирасида икки томонлама своп битимлари механизмини шакллантиришга эришиш нафақат молиявий инқироз шароитида ликвидлилик муаммоларини бартараф этиш имконини беради, балки келгусида минтақада валютавий ҳамкорликнинг институционал асосларини шакллантиришга хизмат қилади. Бошқача айтганда, МДХ доирасида минтақавий молиявий архитектурани шакллантириш:

- валюта курсини мувофиқлаштириш;
- минтақа доирасида капиталлар ҳаракатини эркинлаштириш;

⁶⁸ АҚШ ФЗТ маълумотлари.

– минтақавий савдони молиялаштириш механизмини шакллантиришни кўзда тутиши лозим.

Шунингдек, Марказий банк томонидан пул бозоридаги барқарорликни таъминлаш ва ликвидлиликни тартибга солиш мақсадида валютавий своп, РЕПО операциялари, шунингдек, кредит аукционларини ривожлантириш инқирознинг банк тизимига ликвидлиликка салбий таъсирини бартараф этишда қўшимча имкониятларни юзага келтиришини қайд этиш жоиз. Фикримизча, республика-миз молиявий-иқтисодий ва банк тизимларининг барқарор ва ишончлилиги, уларнинг ҳимоя механизмларини кучайтириш учун Марказий банкнинг ликвидлиликни тартибга солиш инструментларини янада такомиллаштириш мақсадга мувофиқ саналади.

ХУЛОСА

Мазкур монографиядаги тадқиқотлар натижаларига асосланиб, қуйидаги хулосаларни шакллантиришга муваффақ бўлинди.

1. Фикримизча, XXI аср бошларида авж олган глобал номувофиқликларнинг кенгайиши замирида ҳозирги жаҳон молиявий инқирозининг бир қатор макроиқтисодий илдизлари мужассамдир:

– бир қатор индустриал давлатларда молиявий инновацияларнинг тез суръатларда ривожланиши, молиявий маҳсулотларнинг такомиллашиши қулай шартларда ички ва ташқи молиялаш манбалари орқали истеъмол мақсадларидаги қарздорликнинг ошишига олиб келди;

– ўтиш иқтисодиёти ва айрим ривожланаётган давлатларда молиявий секторнинг етарли даражада ривожланмаганлиги ортқча жамғармаларнинг индустриал давлатлар иқтисодиётидаги дефицитни молиялаштиришга йўналтирилишига сабаб бўлди;

– халқаро валюта тизимидаги ассимметрия: Бреттон Вудс тизими таназулидан сўнг индустриал давлатлар валюта курсининг эркин сузиш режимини жорий этгани ҳолда, ривожланаётган давлатларнинг аксарияти соф эркин сузиш режимини сақлай олмади, балки бошқариладиган сузиш режимидан борди. Ушбу тизимда АҚШнинг йирик жорий операциялар дефицити бошқа мамлакатларнинг экспортга асосланган иқтисодий ўсишининг бош манбаи бўлиб, мазкур давлатлар, ўз навбатида, АҚШ доллари ва АҚШ долларида деноминацияланган молиявий активларни харид қилиш орқали АҚШ дефицитини молиялаштирдилар. Оқибатда бу ҳолат АҚШ ташқи қарзининг янада ошишига сабаб бўлди.

2. Тадқиқотлар кўрсатишича, АҚШ ипотека кредити бозоридаги тангликнинг замирида ётган асосий омиллар қуйидагилардир:

– кредит бериш амалиётининг ўта қулайлиги;

- кредит бериш шартларининг соддалаштирилиши;
- тартибга солишнинг ноадекватлиги;
- кредит рейтинг агентликлари: Moody's, Standard & Poors ва Fitch каби рейтинг агентликлари riskли ипотекага асосланган қимматли қоғозларга рейтинг беришдаги камчиликлари ҳамда улар устидан самарали назоратнинг мавжуд эмаслиги;
- банк капиталини тартибга солиш.

3. Тадқиқотлардан маълум бўлдики, активлар секьюритизациясига асосланган янги модель («Originate & Distribute») инвестиция банкларини (банклар ва инвесторлар ўртасидаги янги воситачилар) тақозо этиб, тижорат банкларига мазкур активларни, асосан ипотека кредитларини қайта гуруҳлаш ва гаров таъминоти ипотека кредитлари учун фоиз ва асосий тўловлар ҳисобланган қарз мажбуриятлари сифатида молия бозорида сотиш имконини берган. Капиталларнинг эркин ҳаракати эса, бундай қарз мажбуриятларининг дунё бўйлаб тарқалишига замин яратган.

4. Халқаро амалиётнинг кўрсатишича, ташқи қарзнинг мўътадил даражадан ортиши ҳам тўлов баланси билан боғлиқ инқирозларнинг кучайишига сабаб бўлади. Таҳлиллардан кўринадики, 2005-2008 йилларда АҚШ ташқи қарзининг ЯИМга нисбатида ўсиш тенденцияси кузатилган. 2008 йил якунига кўра, МДХ давлатларидан Қозоғистон ва Қирғизистонда ташқи қарзнинг ЯИМга нисбати кўрсаткичи сезиларли даражада юқорилигича қолмоқда. Украинада ҳам бу кўрсаткич ўсиш тенденциясига эга бўлиб, 2008 йилда 64 фоизни ташкил этган.

5. АҚШда ипотека кредитлари бозорига давлатнинг сезиларли даражада аралашуви натижасида «иккинчи навли» (subprime) ипотека кредитлари ҳажми кескин ошди. 1996 йилда Федерал уй-жой ва шаҳар тараққиёти Бошқармаси Fannie Mae ва Freddie Mac томонидан харид қилинган барча ипотека кредитларининг 12 фоизи ҳудуддаги ўртача даромаднинг 60 фоизидан кам даро-

мадга эга бўлган қарздорларга берилган кредитлар бўлишини талаб этарди. Мазкур кўрсаткич 2000 йилда 20 фоизга, 2005 йилда эса 22 фоизга оширилди. 2008 йилга мўлжалланган мақсадли кўрсаткич 28 фоиз этиб белгиланган эди.

6. АҚШ иқтисодиётидаги ҳолат ривожланган ва ривожланаётган давлатлар фонд бозорларига сезиларли даражада салбий таъсир кўрсатди. 2008 йил мобайнида S&P 500 ва MSCI EM индексларининг мос равишда, қарийб 40 ва 50 фоизга пасайиши кузатилган.

7. Ҳозирги жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози ривожланишини тадқиқ этиш баробарида унинг бир қатор ўзига хос хусусиятлар касб этаётганлигини эътироф этиш мумкин. Хусусан:

- биринчидан, тараққий этган мамлакатлардан бошланиб, инқироз жуда катта масштабга ёйилди ҳамда барча давлатлар ва ҳудудларни қамраб олмақда;

- иккинчидан, ушбу инқироз таркибий характерга эга, яъни жаҳон иқтисодиёти таркиби ва унинг технологик базасида жиддий янгиланишни тақозо этмоқда. Таркибий ўзгаришлар туфайли ишлаб чиқариш кучлари тармоқ ва ҳудудлар бўйича қайта тақсимланади;

- учинчидан, инқироз инновацион характерга эга. Сўнги йилларда молия-иқтисодиёт соҳасида молиявий инновация билан боғлиқ молия бозорининг янги дастаклари (деривативлар) вужудга келди ва улар жаҳон иқтисодиётининг барқарор ривожланишини таъминлаш ўрнига, инқирозга олиб келди.

8. Умуман олганда, жаҳон молиявий инқирози келиб чиқишининг асосий сабаблари сифатида қуйидагиларни эътироф этиш мумкин:

- йирик ривожланган мамлакатларнинг кўп йиллар давомида давлат бюджети тақчиллиги ва салбий ташқи савдо балансига эгаллиги;

- давлат ташқи қарзи миқдорининг ЯИМга нисбатан ўсиш суръатлари жадаллашиши;

– норационал пул-кредит сиёсати ҳамда қайта молиялаш ставкасининг сурункали равишда паст даражада ушлаб турилиши натижасида қарзга яшашнинг кундалик одатга айланиши;

– ипотека кредитлари бериш талабларининг асоссиз бўшаштириб юборилганлиги ва уй-жой бозорида нархларнинг қисқа муддат ичида кескин ўсиши;

– молиявий институтларнинг мажбуриятларига нисбатан устав маблағлари мутаносиблигининг кескин бузилиши;

– қимматбаҳо қоғозлар бўйича рейтинг ташкилотлари томонидан сохта хулосалар берилиши;

– молиявий аудит ва профессионал этика тамойилларининг бузилиши ва сохта аудит хулосалари тақдим этилиши;

– юқори рискли ва мураккаб ҳосилавий қимматбаҳо қоғозларнинг вужудга келиши ва уларни тартибга солишнинг самарали тизими шакллантирилмаганлиги.

9. Таҳлиллар шуни кўрсатмоқдаки, иқтисодий циклларнинг такрорланиш даврида қисқариш тенденцияси кузатилмоқда. Зеро, жаҳон иқтисодиётида илк классик инқироз 1823 йилда рўй бўлган бўлса, шундан буён инқирозлар тахминан 15-20 йил оралиқ билан мунтазам такрорланиб турди.

10. Ж.М.Кейнс классик назарияга зид бўлган қуйидаги икки ҳолатни асослашга муваффақ бўлди. Биринчидан, иқтисодиёт вақтнинг исталган лаҳзасида рақобатли мувозанатда бўлмайди, яъни «кўринмас қўл» ўз ишини бажармайди. Бундай мувозанатсизлик ҳолатининг бош сабаби – баҳолар ва меҳнат ҳақининг узоқ муддатли шартномаларга мувофиқ узоқ вақт мобайнида қатъий белгиланиши ва жорий бозор конъюнктурасига мослашмаслигидир. Иккинчидан, иқтисодиётнинг қайси даражада бўлишини ялпи талаб белгилайди ва у ўз навбатида, Кейнс таъбирича, «инвесторларнинг жонли инстинктлари»га боғлиқ. Бу икки илмий ҳолат асосида янги макроиқтисо-

дий назария шакллантирилди. Унга кўра, мамлакатнинг ялпи ички маҳсулоти истеъмолчилар, инвесторлар ва ҳукуматнинг товарлар ҳамда хизматлар сотиб олишга қанчалик тайёр эканлиги билан белгиланади. Шунга мос равишда, мазкур янги назарияга мувофиқ, бизнес цикли ҳам мамлакатнинг ресурс имкониятлари билан эмас, балки айнан талабнинг тебраниши билан белгиланади.

11. 1958 йилга келиб инглиз иқтисодчиси А.Филлипс Англия ва АҚШда инфляция ҳамда ишсизлик ўртасидаги салбий алоқадорликни кўрсатувчи Филлипс эгри чизиғини асослаб берди. Бу алоқадорлик эса АҚШ ва Англия сиёсатчилари учун қуйидаги танлов имкониятини берди: 1) юқори инфляция ва паст даражадаги ишсизлик; 2) паст инфляция ва юқори ишсизлик.

12. М.Фридман, Р.Лукас, Ф.Кинланд ва Э.Прескоттлар Филлипс эгри чизиғига ўхшаш эмпирик қонуниятлардан иқтисодий сиёсат мақсадларида фойдаланмаслик зарур, деган хулосага келишди. Чунки, уларнинг фикрича, Филлипс эгри чизиғи орқали аниқланган қонуният 1970 йилларда амалга оширилган доимий характерга эга бўлмаган ва олдиндан башорат қилиб бўлмайдиган пул-кредит сиёсати оқибати эди. Зеро, пул массасининг кутилмаганда ошиши талабнинг тебраниши билан боғлиқ равишда вақтинчалик инфляциянинг ортиши ва ишсизликнинг пасайишига олиб келган эди.

13. Ф.Кидланд ва Э.Прескотт илмий тадқиқотлари натижасида ривожланган давлатларда ЯИМ тебранишининг катта қисми миқдор жиҳатидан мувозанат моделларида башоратланган миқдорга мос келади, бошқача айтганда, моделга, Ж.Кейнс амалга оширганидек, бозор мувозанатидан фарқни киритиш зарурати йўқ ва шунга мувофиқ, давлат томонидан барқарорлаштирувчи сиёсатни амалга оширишга эҳтиёж мавжуд эмас, деган хулосага келди.

14. Жаҳон молия бозорларини тартибга солишнинг замонавий қоидаларини ишлаб чиқиш, халқаро рейтинг агентликлари фаолиятини тартибга солишнинг ягона ти-

зимини шакллантириш жаҳон молиявий инқирозининг оқибатларини юмшатиш ва келгусида шиддат билан чуқурлашишининг олдини олиш йўлларида бири этиб белгиланиши лозим.

15. Таҳлиллар кўрсатишича, сўнги ўн йил давомида молиявий деривативларнинг жаҳон бозоридаги ҳажми 8 мартадан ортиққа кўпайган. Деривативлар номинал қийматининг 684 трлн. АҚШ долларини ташкил этиши – бу глобал ЯИМдан 10 марта кўп демакдир.

16. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шароитида марказий банклар, биринчидан, молия секторига қўшимча ликвидликни тақдим қилиш инструментларини ишлаб чиқдилар; иккинчидан, ипотека облигацияларини, гарчи улар реал бозор баҳосига эга бўлмаса-да, гаров сифатида қабул қилиш амалиётини йўлга қўйдилар. Бошқача айтганда, марказий банклар мазкур қимматли қоғозларини баҳолаш рискинни ўз зиммаларига олдилар ва ҳақиқатда молиявий секторни субсидиялашга ҳаракат қилдилар.

17. Ҳукуматларнинг жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозига қарши сиёсатида кузатилган асосий йўналишлар сифатида қуйидагиларни ажратиб кўрсатиш мумкин:

- банк тизимини қутқариш;
- пул-кредит сиёсати чора-тадбирлари;
- реал секторни қўллаб-қувватлаш;
- аҳолини қўллаб-қувватлаш.

18. Ўзбекистонда жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози оқибатларининг олдини олиш ва юмшатиш имконини берадиган омиллар сифатида қуйидагиларни алоҳида ажратиб кўрсатиш мақсадга мувофиқ:

– Ўзбекистонда макроиқтисодий барқарорлик ва етарлича халқаро валютавий тўловга қобилликнинг таъминлангани;

– тижорат банкларининг ликвидлиги ва капиталлашиш даражасини оширишга қаратилган сиёсатнинг 2005 йилдан бошлаб изчиллик билан амалга оширилгани;

– пухта ўйланган пул-кредит сиёсатининг амалга оширилиши натижасида инфляциянинг прогноз кўрсаткичлари чегарасида сақлаб қолинаётгани;

– оқилона бюджет-солиқ сиёсатининг олиб борилгани натижасида Давлат бюджети профицит билан бажарилиши, солиқ юкининг пасайиб бориш тенденцияси кузатилаётгани;

– мамлакат иқтисодиётига жалб этилаётган хорижий инвестициялар миқдорининг барқарор ўсиш суръатига эга бўлаётгани;

– республикаимиз ипотекали кредитлар бозорида барқарорликнинг сақланиб қолгани.

19. Республикаимизда ғалла мустақиллиги ва озиқ-овқат хавфсизлигининг таъминланиши глобал молиявий инқирознинг Ўзбекистонга нисбатан салбий иқтисодий-ижтимоий оқибатларини юмшатиш имкониятини берди. Бугунги кунда Ўзбекистон йилига 6,3 млн. тонна дон етиштиради. Ваҳоланки, 1991 йилда бу кўрсаткич 0,5 млн. тоннани ташкил этар эди. Республикаимизда фермер хўжаликларини моддий-техник таъминлаш ва молиялашнинг ишончли тизими ҳамда механизмнинг шакллантирилиши ва ер майдонларининг оптималлаштирилиши натижасида 2008 йилда фермер хўжаликларининг пахта етиштиришдаги улуши 99,1 фоизни, ғалла тайёрлашдаги ҳиссаси эса 79,2 фоизни ташкил этган.

20. Ўзбекистонда Инқирозга қарши чоралар дастурида аниқ чора-тадбирлар мажмуи белгиланган бўлиб, улар қуйидаги асосий вазифаларни ҳал этишга қаратилган:

– корхоналарни модернизация қилиш, техник ва технологик қайта жиҳозлашни янада жадаллаштириш, замонавий, мослашувчан технологияларни кенг жорий этиш;

– жорий конъюнктура кескин ёмонлашиб бораётган ҳозирги шароитда экспортга маҳсулот ишлаб чиқарадиган корхоналарнинг ташқи бозорларда рақобатбардош бўлишини қўллаб-қувватлаш бўйича аниқ чора-тадбирлар-

ни амалга ошириш ва экспортни рағбатлантириш учун қўшимча омиллар яратиш;

– қатъий тежамкорлик тизимини жорий этиш, ишлаб чиқариш харажатлари ва маҳсулот таннархини камайтиришни рағбатлантириш ҳисобидан корхоналарнинг рақобатбардошлигини ошириш;

– электроэнергетика тизимини модернизация қилиш, энергия истеъмолини камайтириш ва энергия тежашнинг самарали тизимини жорий этиш чораларини амалга ошириш;

– жаҳон бозорида талаб пасайиб бораётган бир шароитда ички бозорда талабни рағбатлантириш орқали маҳаллий ишлаб чиқарувчиларни қўллаб-қувватлаш, иқтисодий ўсишнинг юқори суръатларини сақлаб қолиш.

ФҲЙДАЛАНИЛГАН АДАБИЁТЛАР РҲЙХАТИ

1. **Каримов И.А.** Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари. – Т.: Ўзбекистон, 2009, 56-б.

2. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси мажлисининг Қарори. «2008 йилда Республикани ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш яқунлари ва 2009 йилда иқтисодиётни барқарор ривожлантиришнинг энг муҳим устувор вазифалари тўғрисида». 2009 йил 13 февраль.

3. Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Навоий вилоятида эркин индустриал-иқтисодий зона ташкил этиш тўғрисида»ги Фармони //Халқ сўзи, 2008 йил 4 декабрь.

4. Ўзбекистоннинг 16 йиллик мустақил тараққиёт йўли. Президент Ислом Каримовнинг Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлиси, Вазирлар Маҳкамасининг ва Президент Девонининг Ўзбекистон мустақиллигининг 16 йиллигига бағишланган кўшма мажлисидаги маърузаси // Халқ сўзи, 2007 йил 31 август.

5. Ватанимизнинг босқичма-босқич ва барқарор ривожланишини таъминлаш – бизнинг олий мақсадимиздир. Президент Ислом Каримовнинг Ўзбекистон Республикаси Конституцияси қабул қилинганлигининг 16 йиллигига бағишланган тантанали маросимдаги маърузаси // Халқ сўзи, 2008 йил 6 декабрь.

6. Ўзбекистон Республикаси ҳукумати ва Марказий банки ҳамда Халқаро валюта жамғармасининг кўшма баёноти // Халқ сўзи, 2008 йил 25 декабрь.

7. **Абидов А.** Кризисы на фондовых рынках. // Биржа Эксперт. 2009, №2, 28-30 с.

8. **Аронов Б.** Международный рынок синдицированных займов в условиях глобального финансово-экономического кризиса. // Международная экономика. 2009, №2, 4-11 с.

9. **Азимов Р.С.** «Узбекская модель» реформирования и модернизации экономики, ее эффективность в преодолении последствий мирового финансово-экономического кризиса // конференция материаллари. – Тошкент, 2009 йил 22 май.

10. **Бекаров А.А.** Финансовая эпидемия. // ЭКО, 2009, № 1, 14-19 с.

11. **Бикеева Э., Асфандиярова Э.** Нефтегазовая отрасль

в условиях кризиса: состояние и меры по стабилизации. // Биржа Эксперт. 2009, №2, 34-37 с.

12. Бузгалин А., Колганов А. Мировой экономический кризис и сценарии посткризисного развития: марксистский анализ // Вопросы экономики, 2009, №1. 119-132 с.

13. Бутиков И. Фондовый рынок Узбекистана в условиях кризиса мировой финансовой системы // Бозор, пул ва кредит, 2009, №1, 51-53 с.

14. Вахабов А.В., Худякова Н.К. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. I-часть. – Ташкент: Университет, 2003. – 276 с.

15. Вахабов А.В. Жаҳон молиявий инқирози таъсири юмшатиш омиллари // Халқ сўзи, №68 (4731), 2 апрель, 1-2 бетлар.

16. Ваҳобов А., Жумаев Н., Бурҳонов У. Халқаро молия муносабатлари. – Тошкент: Шарқ, 2003, 400-б.

17. Воронин С. Роль государства в преодолении последствий мирового финансового кризиса. // Биржа Эксперт. 2009, №1, 38-40 с.

18. Головин М.Ю. Теоретические основы денежно-кредитной политики в условиях глобализации. – М.: Институт экономики РАН, 2008. – 48с.

19. Григорьев Л., Салихов М. Финансовый кризис - 2008: вхождение в мировую рецессию. // Вопросы экономики, 2008, №12. 27- 45 с.

20. Жумаев Н., Хошимов Э. Жаҳон молиявий инқирози Ўзбекистон нигоҳида // Биржа Эксперт, 2009, №1, 3-7-бетлар.

21. Жумаев Н., Йўлдошев М.И. Жаҳон молиявий инқирози // Фан ва турмуш, №6, 2008, 26-27-бетлар.

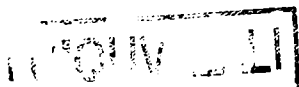
22. Жумаев Н. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози: сабаблари ва унга қарши иммунитет // «Тошкент оқшоми» газетаси, 2009 йил 1 июнь, 107- сони, 2-б.

23. Ершов М. Кризис 2008 года: «момент истины» для глобальной экономики и новые возможности для России. // Вопросы экономики, 2008, №12. 4-26 с.

24. Кашин В.А. Мировой финансовый кризис: причины и последствия // Финансы, 2009, №1.

25. Кудрин А. Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию // Вопросы экономики, 2009, №1. 9-27 с.

26. **Кулешов В.В.** Мировой финансовый кризис и его последствия для России. // ЭКО, 2009, № 1, 2-13 с.
27. **Мау В.** Драма 2008 года: от экономического чуда к экономическому кризису. // Вопросы экономики, 2009, №2. 4-23 с.
28. **Муинов Дж., Мишенькова О.** Воздействие кризиса на инвестиционные процессы: ситуация в мире и Узбекистане // Биржа Эксперт. 2009, №2, 31-33 с.
29. **Навой А.** Российские кризисы образца 1998 и 2008 годов: найди 10 отличий // Вопросы экономики, 2009, №2. 2-38 с.
30. **Новоселова Л.** КНР: инвестиции и преодоление кризиса (о концепции и направлениях реализации китайской антикризисной политики) // Российский экономический журнал, 2009, №1-2, 61-73 с.
31. **Пахомов Ю.** Мировой финансовый кризис: цивилизационные истоки // Экономист, 2009, №2, 37-42 с.
32. **Попов Г.** О экономическом кризисе 2008 года // Вопросы экономики, 2008, №12. 112-119 с.
33. **Сабанчиев Н.** Проблемы стратегической устойчивости организации в условиях глобального финансово-экономического кризиса. // Международная экономика. 2009, №2, 70-73 с.
34. **Сенчагов В.К.** Финансовый кризис: механизм преодоления. // ЭКО, 2009, № 1, 49-60 с.
35. **Сидорович В.** Спекулятивный капитал как фактор кризиса. // Экономист, 2009, №2, 43-51 с.
36. **Симирнов А.** Кредитный «пузырь» и перколяция финансового рынка // Вопросы экономики, 2008, №10. – сс 6-31.
37. **Суэтин А.** О причинах современного финансового кризиса // Вопросы экономики, 2009, №1. 40-51 с.
38. **Тамбовцев В.** Финансовый кризис и экономическая теория // Вопросы экономики, 2009, №1. 133-138 с.
39. Финансовый кризис в России и в мире. / Под ред. Е.Т. Гайдара – М.: Проспект, 2009. – 256с.
40. **Ханин Г.И., Фомин Д.А.** Экономический кризис 2008 г. В России: причины и последствия // ЭКО, 2009, № 1, 20-37 с.
41. **Шашитко А.** Мировой финансовый кризис – возможность для ремонта институтов? // Вопросы экономики, 2008, №12. 133-139 с.



42. Шумпетер Й. Теория экономического развития. М., 1982. С. 386.

43. Юсим В. Первопричина мировых кризисов // Вопросы экономики, 2009, №1. 28-39 с.

44. Allen, F., Morris, S. and Postlewaite, A. Finite bubbles with short sale constraints and asymmetric information // *Journal of Economic Theory*. 1993. Vol. 61. P. 206–29.

45. Chou, Yuan K. Modeling Financial Innovation and Economic Growth: Why the Financial Sector Matters to the Real Economy // *Journal of Economic Education*. 2007. Vol. 38. № 1. P. 78-91.

46. Forrester J.W. Innovations and Economic Change // *Futures*. 1981. Vol 13. № 13.-pp. 323-331.

47. Friedman M. The Role of Monetary Policy // *American Economic Review*, LVIII (1968), pp. 1-21.

48. Guillermo A. Calvo «CAPITAL FLOWS AND CAPITAL-MARKET CRISES: The Simple Economics of Sudden Stops», *Journal of Applied Economics*, Vol. 1, No. 1, November 1998, pp. 35-54.

49. Hayes M. Financial bubbles // *A Handbook of Alternative Monetary Economics*. Ed. by P. Arestis and M. Sawyer. Edward Elgar, 2006.

50. Hicks John. «Mr. Keynes and the Classics. A Suggested Interpretation», *Econometrica* V (1937), pp. 147-159.

51. Hull, J., - «Options, Futures, and other Derivatives», Sixth Edition, Prentice Hall, New Jersey, 2006.

52. Kydland Finn, Edward Prescott. Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans // *Journal of Political Economy* 87, June 1977, 473-492.

53. Lucas Robert E. Some International Evidence on the Output-Inflation Trade-off // *American Economic Review*, LXIII (1973), 326-334.

54. Phillips A.W. The Relationship Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom, 1861-1957. – *Economica* 25, November 1958, 283-299.

55. Richard A. Meese & Andrew K. Rose, 1996 «Exchange rate instability: determinants and predictability», *Proceedings, Federal Reserve Bank of san Francisco*, pages 183-205.

56. Roubini N. Why Weight Should be given to Asset Price in the measurement of Inflation // *Economic Journal*. 2001. Vol. III, June. P. 335.

57. Sachs, Jeffrey D., A.Tornell, and Andre's Velasco, 1996, «Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995», Brookings Papers on Economic Activity: 1, Brookings Institution, pp. 147-215.

58. Shumpeter J. Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process. N.Y., 1939. – pp. 70.

59. Soros G. The New Paradigm for Financial Markets. The Credit Crisis of 2008 and What It Means. New York: Public Affairs, 2008.

60. Velasco, Andre's, 1987, «Financial and Balance of Payments Crises: A Simple Model of the Southern Cone Experience» Journal of Development Economics, Vol. 27 (October), pp. 263-83.

61. Republic of Korea Economic Bulletin. Vol. 30, No. 11. 2008. p.42.

Интернет саҳифалари

1. <http://www.imf.org>
2. <http://www.worldbankgroup.org>
3. <http://www.bis.org>
4. <http://www.ecb.int>
5. <http://www.federalreserve.gov>
6. <http://www.bankofengland.co.uk/markets/forex/index.htm>
7. <http://www.cbr.ru>
8. <http://www.boj.or.jp/en/index.htm>
9. <http://www.banque-france.fr>
10. <http://www.cbu.uz>
11. <http://www.infoMine.com/commodities>
12. <http://www.cotton.org/econ/prices/index.cfm>
13. <http://www.urwealthy.com>
14. <http://www.g20.org/Documents/final-communique.pdf>
15. <http://www.banking-business-review.com>
16. <http://www.princeton.edu/bernanke/currentpapers.htm>.
17. http://www.grailresearch.com_Download.aspx_DownloadUrl=_PDF_ContentPodsPdf_Global_Financial_Crisis.

Изоҳ ва қайдлар учун

Изоҳ ва қайдлар учун

А.ВАХАБОВ, Н.ЖУМАЕВ, Э.ХОШИМОВ

ЖАҲОН МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ ИНҚИРОЗИ:

**САБАБЛАРИ, ХУСУСИЯТЛАРИ ВА ИҚТИСОДИЁТГА
ТАЪСИРИНИ ЮМШАТИШ ЙЎЛЛАРИ**

Муҳаррир: Шаҳноза ТЎРАХЎЖАЕВА

Мусаҳҳиҳ: Дилрабо МИНГБОЕВА

Бадий муҳаррир: Феруза НАЗАРОВА

Техник муҳаррир: Шаҳриёр

Нашриёт рақами: № 05

Босишга рухсат этилди: 25.08.2009 й.

Қоғоз бичими: 84x108 1/32. Агіал гарнитураси. Офсет босма.

Офсет қоғози Адади: 1000 нусха. Ҳисоб нашриёт т.: 6.

Босма т.: 9. Баҳоси келишилган нархда.

Буюртма № 182.

«АКАДЕМНАШР» нашриётида тайёрланди.

100156, Тошкент шаҳри, Чилонзор тумани, 20^А- мавзе, 42-уй.

“КО’НИ NUR” МЧЖ босмаҳонасида чоп этилди.

Тошкент, Машинасозлар мавзеси, 4-уй.