



Ўзбекистон Республикаси  
**Марказий банки**

# **Реал самарали алмашув курси динамикаси таҳлили**

*Муаллиф: М. Исроилов*

*Пул-кредит сиёсати департаменти*

**Тошкент – 2026**

## РЕЗЮМЕ

2019 йил сентябрдан 2025 йил декабргача номинал самарали алмашув курси (НСАК) деярли барқарор бўлиб, базавий қийматга нисбатан жами 2,2 фоиз бандга қадрсизланди. Бу миллий валютанинг савдо ҳамкорларга нисбатан номинал барқарорлигини англатади. Мазкур даврда реал самарали алмашув курси (РСАК) кумулятив ҳисобда 15,3 фоизга мустаҳкамланди. Ушбу мустаҳкамланишнинг асосий сабаби Ўзбекистондаги инфляциянинг савдо ҳамкорларга нисбатан изчил юқорилиги билан изоҳланади.

Кумулятив декомпозиция натижасига кўра, РСАК мустаҳкамланишининг тахминан 83,4 фоизи (11,9 фоиз банд) савдо ҳамкорларига нисбатан инфляция тафовути ҳиссасига тўғри келади. Мустаҳкамланишнинг 10,6 фоизи (1,5 фоиз банд) номинал алмашув курси тафовути, 6 фоизи (0,9 фоиз банд) эса савдо улушларидаги силжишлар билан боғлиқ. РСАК тебранишларининг манбалари юқори даражада концентрациялашган бўлиб, 2019 - 2025 йилларда умумий ўзгаришларнинг тахминан тўртдан уч қисми Хитой, Россия, Қозоғистон, Туркия ва Кореядан иборат бешлик ҳиссасига тўғри келган.

2019 - 2025 йилларда РСАКнинг мувозанат даражасига нисбатан йиллик ўртача тафовути -0,86 фоиз бўлиб, кичик миқёсда ортиқча қадрсизланиш соҳасида шаклланган. Узоқ муддатли ортиқча мустаҳкамланиш ёки кескин қадрсизланиш кузатилмаган.

Эконометрик баҳолаш натижаларига кўра, номинал алмашув курсининг 1 фоиз банд қадрсизланиши дастлабки ойда инфляцияни 0,15 фоиз бандга ошириб, унинг кумулятив таъсири 2 - 3 ой ичида 0,27 фоиз банд атрофида барқарорлашади. Натижада, дастлабки чорак ичида инфляция ошиши ҳисобига номинал алмашув курси қадрсизланишининг РСАКга таъсири қисман нейтраллашади.

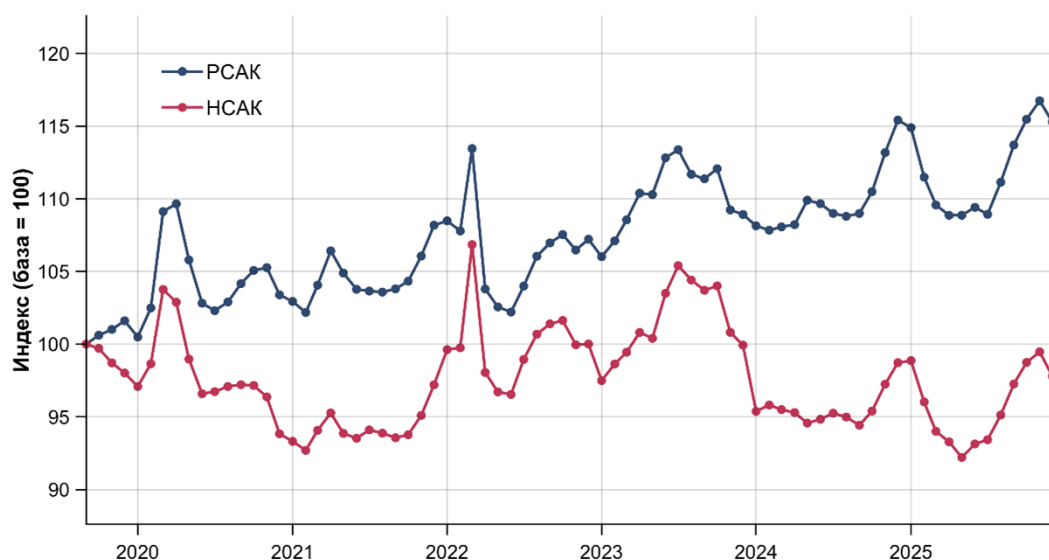
Умуман олганда, барқарор ташқи рақобатбардошликни таъминлаш паст ва барқарор ички инфляцияни таъминлаш ҳамда фундаментал омилларни қўллаб-қувватлашни тақозо этади. Номинал алмашув курси эса ташқи шоклар таъсирини юмшатиш воситаси сифатида эркин шаклланиши мақсадга мувофиқ ҳисобланади.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup>Ушбу таҳлилдаги қарашлар муаллифнинг шахсий фикр ва мулоҳазалари бўлиб, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг расмий позицияси билан мос тушмаслиги мумкин. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки мақола мазмуни учун жавобгарликни зиммасига олмайди. Тақдим қилинган материалларни ҳар қандай услубда қайта ишлатиш фақатгина муаллиф рухсати билан амалга оширилади.

# 1. Реал самарали алмашув курси шаклланиши

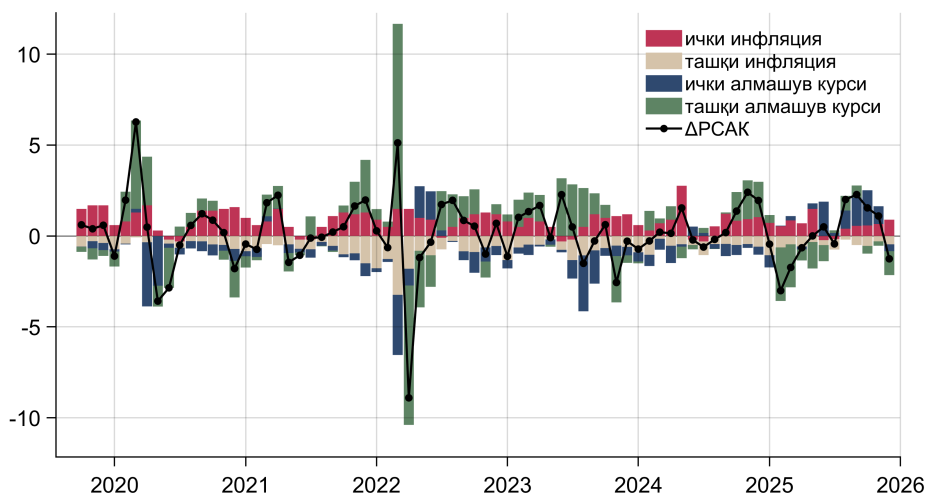
**Самарали алмашув курсларининг умумий динамикаси.** Реал ва номинал самарали алмашув курслари (РСАК ва НСАК) ҳисобланишида мамлакат умумий ташқи савдо айланмасининг (олтинсиз) ўртача 80 фоизини ташкил қилувчи 24 та асосий савдо ҳамкорлари қамраб олинган. РСАК ва НСАКнинг динамикаси 2019 йил сентябрдан 2025 йил декабргача бўлган даврда номинал ва реал омиллар ўртасидаги аниқ асимметрияни кўрсатади.



Расм 1: РСАК ва НСАК индекслари (база: 2019-09)

НСАК бутун давр мобайнида нисбатан барқарор бўлиб, **2,2 фоиз банд** қадрсизланиш билан базавий қийматидан бироз паст даражада (97,8) шаклланганлиги, миллий валютанинг савдо ҳамкорларига нисбатан номинал ҳисобда барқарорлигини англатади. Шу билан бирга, РСАКнинг изчил юқорилаш траекторияси иқтисодий мазмун жиҳатидан ички инфляциянинг савдо ҳамкорларига нисбатан узоқ вақт давомида юқори бўлганлигини кўрсатади. Кумулятив ҳисобда РСАК тахминан **15,3 фоиз бандга** мустақкамланган бўлиб, бу барқарор НСАК шаклланиши шароитида асосан нисбатан юқори ички инфляция билан изоҳланади.

**РСАК ўзгаришининг соф ойлик декомпозицияси.** Ойлик декомпозиция ҳар бир даврда Ўзбекистондаги инфляция, ҳамкор мамлакатлардаги инфляция, ички ва ташқи алмашув курсларидаги ўзгаришлар ҳамда савдо улушларидаги силжишларнинг умумий таъсирини кўрсатади.



Расм 2: **РСАК ўзгаришининг соф ойлик декомпозицияси (база: 2019-09)**

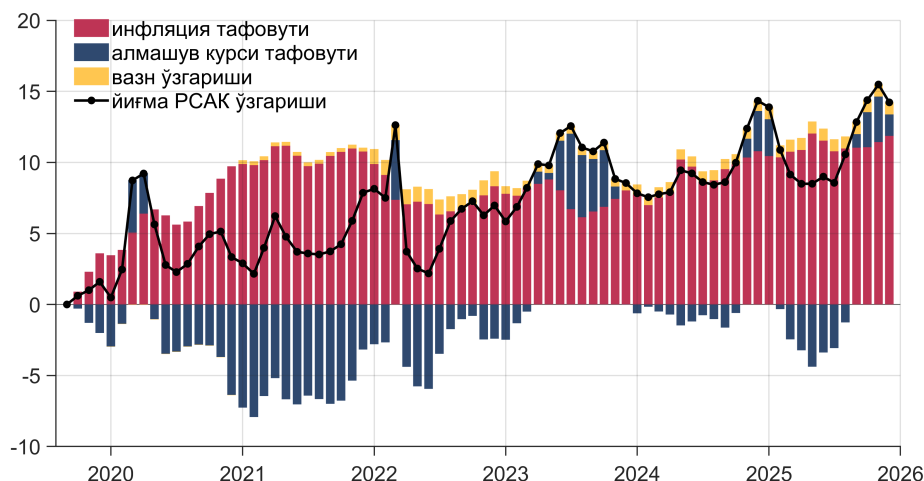
РСАК ойлик ўзгаришининг ўртача қиймати **0,2 фоиз банд**, стандарт оғиши эса **1,9 фоиз банд** атрофида бўлган. Бу ҳолат қисқа муддатли РСАК тебранишлари доимий тенденция эмас, балки айрим эпизодик шоклар натижаси эканлигини англатади.

Таркиб нуқтаи назаридан, натижалар учта муҳим хулосани кўрсатади. Биринчидан, ички инфляциянинг ҳиссаси деярли барча ойларда мусбат бўлиб, ички нарх босимлари реал мустаҳкамланишга изчил равишда ҳисса қўшган. Бу босимлар асосан маъмурий нархларнинг босқичма-босқич эркинлаштирилиши ва ички талабнинг юқорилиги билан боғлиқ. Иккинчидан, ташқи инфляциянинг таъсири чекланган бўлиб, глобал нарх шоклари (айниқса 2021–2022 йилларда) давомидагина ҳамкор мамлакатларда инфляция ички инфляция билан деярли тенг суръатда ўсган. Учинчидан, сўмнинг номинал қадрсизланиши кузатилган айрим даврлар - асосан 2020 ва 2022 йил бошларида - РСАКда қисқа муддатли пасайишларга сабаб бўлган. Ички инфляция нисбатан юқори даражада сақланиб қолганлиги сабабли РСАК ўсувчи траекторияга қайтган.

**РСАК ўзгаришининг кумулятив декомпозицияси.** 2019 йил сентябрдан 2025 йил декабргача бўлган даврда РСАК тахминан **14,2 фоиз бандга<sup>2</sup>** мустаҳкамланган.

Декомпозиция натижаларига кўра, ушбу мустаҳкамланишнинг асосий қисми нархлар динамикаси ҳиссасига тўғри келади, номинал алмашув курсидаги ўзгаришлар эса иккинчи даражали рол ўйнайди. Жами мустаҳкамланишнинг тахминан **11,9 фоиз банди (83,4 фоиз)** Ўзбекистон ва унинг савдо ҳамкорлари ўртасидаги инфляция фарқи ҳиссасига тўғри келган бўлса, **1,5 фоиз банди (10,6 фоиз)** алмашув курсларидаги фарқ билан изоҳланади. Қолган **0,9 фоиз банди (6 фоиз)** эса савдо улушларидаги ўзгаришлар ҳиссаси бўлиб, улар асосан мустаҳкамланиш тенденциясини қувватлаган ҳамкорларга савдо йўналишининг сурилиши билан боғлиқ.

<sup>2</sup>РСАК индекси 2019 йил сентябрдаги 100 даражадан 2025 йил декабрда 115,3 гача ўсган. Логарифмик фарқ 0,142 (яъни 14,2 фоиз банд) бўлиб, бу оддий фоиз ҳисобида 15,3 фоиз ўсишга тўғри келади.



Расм 3: РСАКнинг кумулятив декомпозицияси: инфляция, алмашув курси ва савдо улуши таъсирлари

Натижалар шуни кўрсатадики, РСАК мустаҳкамланиши асосан Ўзбекистондаги инфляциянинг савдо ҳамкорларига нисбатан юқорилиги билан изоҳланади. Номинал алмашув курсининг қадрсизланиши бу жараённи қисқа вақтга юмшатган бўлса-да, номинал қадрсизланишнинг ички нархларга ўтиши сабабли таъсир доимий бўлмаган. Яъни, номинал алмашув курсидаги қадрсизланиш қўшимча инфляцион босим яратиши натижасида, инфляция фарқи вақт давомида йиғилиб борган.

Ташқи рақобатбардошликни тиклаш ва сақлашнинг асосий шарти сифатида ички инфляцияни изчил пасайтириш лозим бўлади. Номинал алмашув курси қисқа муддатда ташқи шоклар таъсирини сўндиришда муҳим восита бўлиб, узоқ муддатли реал барқарорликни таъминлаш учун ички инфляцияни савдо ҳамкорларининг даражасига яқинлаштириш муҳим аҳамиятга эга.

**Икки томонлама реал алмашув курсларининг ҳамкор мамлакатлар кесимида тарқоқлиги.** Икки томонлама реал алмашув курслари ўзгаришининг тарқоқлик индекси қайси даврларда реал рақобатбардошликдаги ўзгаришлар кенг кўламли бўлганлигини ва қайси пайтларда улар асосан айрим мамлакатларга хос шоклар билан чекланганлигини кўрсатади. Савдо улушлари билан вазнланган мазкур индекс қуйидагича ҳисобланади:

$$\sigma_t^{\Delta RER} = \sqrt{\sum_i w_{i,t} \left( \Delta \ln RER_{i,t} - \sum_j w_{j,t} \Delta \ln RER_{j,t} \right)^2} \times 100, \quad (1)$$

бунда  $\Delta \ln RER_{i,t} = \ln RER_{i,t} - \ln RER_{i,t-1}$  - икки томонлама реал алмашув курсининг ойлик логарифмик ўзгариши,  $w_{i,t}$  эса  $i$  мамлакатга мос савдо улушини англатади. Индекс ойлик реал курс ўзгаришларининг савдо ҳамкорлари кесимидаги тарқоқлигини ифодалайди: юқори қийматлар айрим ҳамкорларга хос шоклар кучайганлигини, паст қийматлар эса реал курс ўзгаришларининг нисбатан уйғун ҳаракатини кўрсатади.



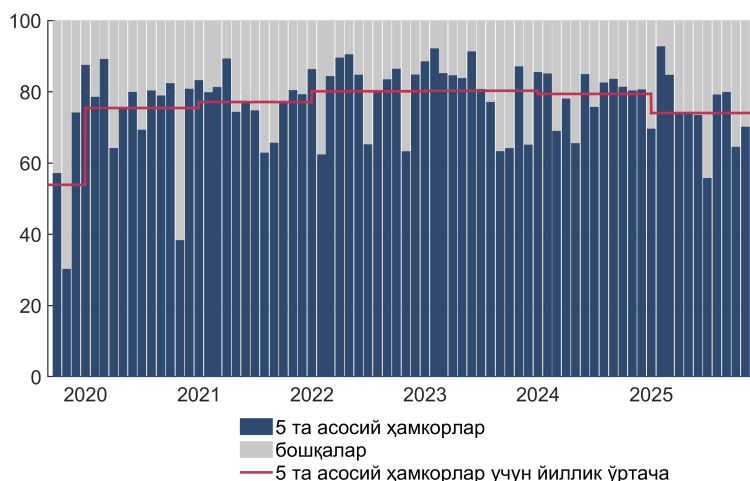
**Расм 4: Икки томонлама реал алмашув курс ўзгаришларининг савдо улуши билан вазнланган тарқоқлик индекси**

2019-2025 йиллар давомида тарқоқлик индекси ўртача 2-3 фоиз атрофида шаклланган бўлиб, айрим даврларда кескин юқорилаш кузатилган. Энг йирик ўсишлар 2020 йил бошидаги пандемия шоки, 2022 йил бошидаги геосиёсий ноаниқликлар ва 2025 йил бошида рубл қадрининг кескин ошиши натижасида қайд этилган. Бу ҳолатда айрим асосий ҳамкорлар, жумладан Россия ва Қозоғистонда реал алмашув курсидаги кескин силжишлар бошқа савдо шерикларига нисбатан юқори бўлган.

Шоқларнинг тарқоқ табиати савдо ҳамкорлари орасида инфляция, валюта сиёсати ва ташқи талаб омилларининг турлича таъсирини акс эттиради. Масалан, 2022 йил Россия рублининг тез қадрсизланиши ва кейинги тикланиши минтақадаги реал курс ўзгаришларини кескинлаштирган, бу эса Ўзбекистоннинг умумий РСАКда қисқа муддатли тебранишларни кучайтирган. Кейинги йилларда тарқоқликнинг пасайиши савдо ҳамкорлар кесимида реал курс ўзгаришлари нисбатан барқарор ва уйғунлашган ҳолатга қайтганлигини кўрсатади.

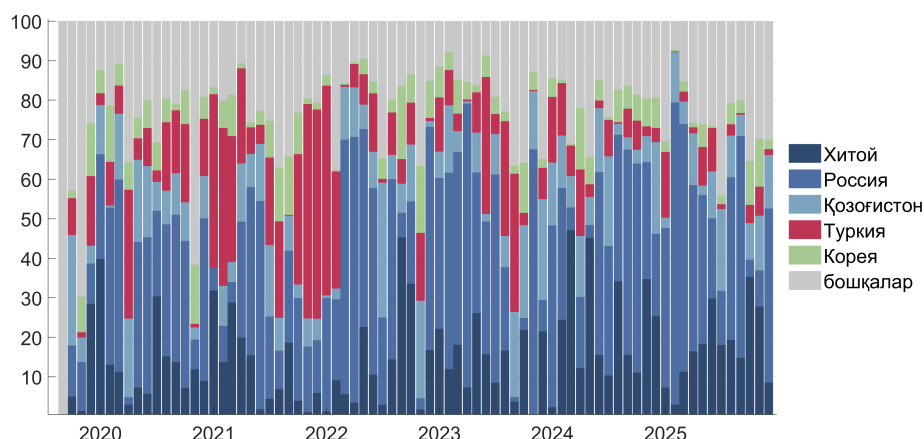
**РСАК динамикасида энг йирик бешта савдо ҳамкорларининг ҳиссаси.** РСАК ўзгаришларининг манбалари қай даражада йирик савдо ҳамкорлари атрофида жамланганлигини баҳолаш учун барча савдо улуши бўйича энг катта беш мамлакат - Хитой, Россия, Қозоғистон, Туркия ва Корея - ҳамда қолган ҳамкорлар гуруҳига ажратилди.

5-расм ойлик РСАК ўзгаришларига ҳар бир гуруҳнинг мутлақ ҳиссаси юқори даражада концентрациялашганлигини кўрсатади: 2019 йилнинг сентябридан 2025 йилнинг декабригача бўлган даврда бу бешлик улуши ўртача ҳисобда РСАКдаги умумий ўзгаришнинг **77 фоизини** ташкил этган, қолган **23 фоиз** эса бошқа мамлакатлар ҳиссасига тўғри келган.



Расм 5: **РСАК ўзгаришида энг йirik 5 та савдо ҳамкорлар улуши, (фоизда)**

Икки томонлама ҳиссалар таҳлили РСАК асосан тор доирадаги асосий савдо ҳамкорлари томонидан шакллантирилишини кўрсатади. Бу муносабатни аниқ баҳолаш учун ҳар бир мамлакат бўйича ойлик декомпозициялар асосида қуйидаги уч кўрсаткич ҳисобланди:



Расм 6: **Икки томонлама РСАК ҳиссалари, (ф.б.)**

**Ўртача улуш, (фоизда)** - ҳар бир ҳамкор мамлакатнинг икки томонлама реал алмашув курси ( $REER_{i,t}$ ) орқали умумий РСАК ўзгаришига қўшган ўртача мутлақ ҳиссасини кўрсатади. У қуйидагича аниқланади:

$$\text{Share}_{i,t} = \frac{|w_{i,t} \Delta \ln(REER_{i,t})|}{\sum_j |w_{j,t} \Delta \ln(REER_{j,t})|}$$

**Ўзгарувчанлик даражаси, (фоизда)** - ҳар бир ҳамкорнинг вазнланган ҳиссаси қанчалик ўзгарувчан эканлигини кўрсатади:

$$\text{Volatility}_i = \text{std}(w_{i,t} \Delta \ln(REER_{i,t})) \times 100.$$

Савдо улушини ҳисобга олган ҳолда юқори қийматлар ушбу мамлакатга нисбатан реал алмашув курси тебранувчан характерга эга эканлигини ва РСАК ўзгаришида таъсир доираси кенглигини англатади.

**Корреляция коэффиценти** - ҳар бир ҳамкор ҳиссасининг умумий РСАК ўзгариши билан уйғунлик даражасини кўрсатади. Корреляциянинг юқори бўлиши ушбу мамлакатнинг икки томонлама реал алмашув курси динамикаси РСАК ўзгаришига тизимли равишда таъсир этишини кўрсатади.

Натижалар асосий савдо ҳамкорлари ўртасида таъсирнинг асимметрик тақсимланганлигини кўрсатади. Россия энг катта ўртача улуш (31,3 фоиз) ва энг юқори уйғунлик даражаси (0,84) билан ажралиб туради, бу рубл ҳаракатлари минтақавий трансмиссиянинг асосий канали эканлигини тасдиқлайди. Айниқса, 2022 йилдаги рубл қадрсизланиши ва тикланиши сўмнинг самарали қийматида кескин тебранишларни келтириб чиқарган.

**Жадвал 1: Икки томонлама реал алмашув курсларининг умумий кўрсаткичлари**

Ҳамкор мамлакат	Ўртача улуш (фоизда)	Ўзгарувчанлик (фоизда)	Корр.
Хитой	15,8	0,39	0,25
Россия	31,3	1,37	0,84
Қозоғистон	10,9	0,33	0,79
Туркия	12,88	0,36	0,43
Корея	5,9	0,13	0,37

Қозоғистон юқори корреляция (0,79) ва нисбатан паст ўзгарувчанликка эга бўлиб, икки томонлама реал алмашув курси шаклланишида минтақадаги ҳамқадам иқтисодиёт сифатида ўрин тутади. Бу ҳолат икки мамлакатнинг реал алмашув курси ташқи шокларга уйғун таъсир кўрсатишини англатади. Хитой умумий РСАК ўзгаришининг тахминан олтидан бир қисмини (15,8 фоиз) ташкил этса-да, унинг таъсири барқарор ва умумий РСАК билан заиф уйғунликка эга. Бу Хитойдаги барқарор паст инфляция ва бошқарилувчи валюта режими билан изоҳланади.

Умуман олганда, мазкур кўрсаткичлар РСАК динамикаси глобал шокларга нисбатан кўпроқ аниқ ҳамкор мамлакатларга хос шоклар таъсирида шаклланганлигидан далолат беради.

**РСАК ўзгаришида ҳамкор мамлакатларнинг динамик ҳиссаси.** Мамлакатлар динамик ҳиссасининг “иссиқлик харитаси” (heatmap) савдо ҳамкорларига хос шоклар РСАКда ойма-ой қандай акс этишини янада муфассал кўрсатади. “Иссиқлик харитаси”да ҳар бир катак қуйидаги кўрсаткични ифодалайди:

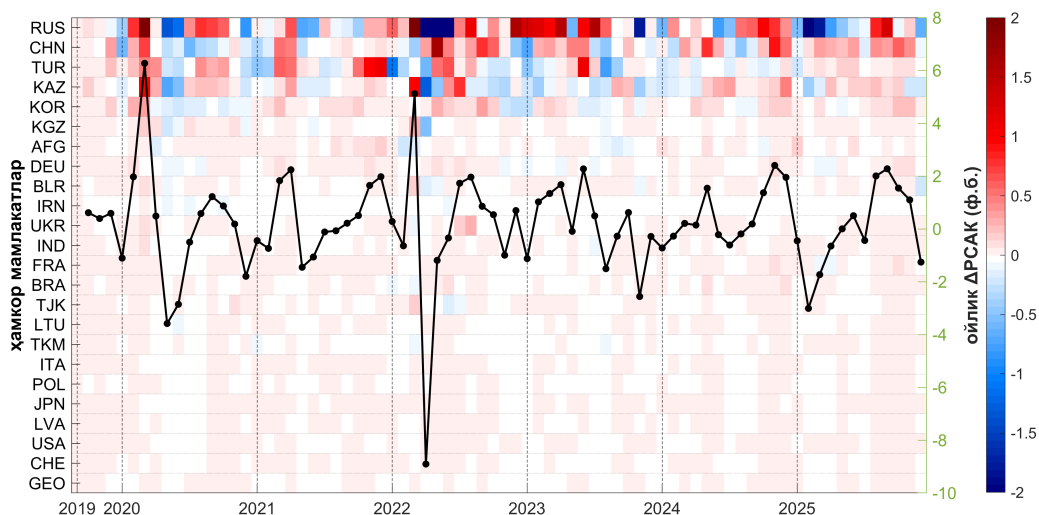
$$c_{i,t} = w_{i,t} \Delta \ln(\text{RER}_{i,t}) \times 100,$$

бу ерда  $w_{i,t}$  -  $i$ -ҳамкор мамлакатнинг савдо улуши,  $\Delta \ln(\text{RER}_{i,t})$  эса икки томонлама реал алмашув курсидаги ойлик ўзгаришни англатади.

Барча савдо ҳамкорлар бўйича икки томонлама реал алмашув курси ўзгариши йиғиндиси:

$$\sum_i c_{i,t} = \Delta \ln(\text{REER}_t) \times 100,$$

яъни РСАКнинг умумий ўзгариши қора чизик билан ифодаланган. Қизил майдонлар реал мустаҳкамланиш (РСАК ошиши), кўк майдонлар эса реал қадрсизланиш (РСАК пасайиши) босимини англатади.



Расм 7: Ойлик РСАК ўзгаришининг мамлакатлар кесимидаги динамик ҳиссалари (ф.б.)

Ушбу графикдан кўришиб турибдики, тебранувчанлик асосан тор доирадаги асосий савдо ҳамкорлар - Россия, Хитой, Қозоғистон ва Туркия атрофида жамланган. Ушбу иқтисодийлар Ўзбекистоннинг ташқи нарх рақобатбардошлигидаги қисқа муддатли тебранишларнинг асосий манбаси бўлиб хизмат қилади. Демак, РСАК динамикаси кўпроқ минтақавий хусусиятга эга бўлиб, глобал омиллардан кўра минтақадаги иқтисодий шокларга сезгир.

Таҳлил даврида учта асосий шок эпизоди ажралиб туради. Биринчиси - 2020 йил бошидаги COVID-19 пандемияси ва ОПЕС+ доирасида нефть қазиб олишда кўшимча қисқартириш бўйича келишмовчиликлар билан боғлиқ давр. Жаҳон нефт талабининг пасайиши фонидида рубл ва тенгенинг қадрсизланиши РСАКнинг кескин мустаҳкамланишига сабаб бўлган. Иккинчи энг кучли шок 2022 йил бошида геосиёсий ноаниқликлар ва молиявий санкциялар фонидида юзага келган. Рублнинг кескин қадрсизланиши натижасида РСАКда асимметрик тебраниш кузатилган. Кейинчалик рублнинг тикланиши бу таъсирнинг бир қисмини нейтраллаштирган. Учинчи эпизод 2025 йил бошида қайд этилган бўлиб, Россия валютасининг мустаҳкамланиши натижасида РСАК қадрсизланиши кузатилган.

Барча даврлар давомида Хитой РСАКга барқарор оширувчи босимни сақлаб келган. Хитой паст инфляцияси, бошқарилувчи валюта режими ва ўсиб бораётган савдо улуши сўмнинг реал мустаҳкамланишга мойиллигини кучайтирган. Туркия ва Қозоғистон ҳиссалари эса кўпроқ циклик ва ўзгарувчан бўлиб, иқтисодий цикллари ва алмашув курсидаги ўзгаришлар орқали таъсир ўтказган.

## 2. Номинал алмашув курси ўзгаришининг инфляцияга ўтиши

**Эмпирик ёндашув.** Номинал алмашув курсидаги шокларнинг ички инфляцияга қисқа муддатли таъсири Jordà (2005) томонидан таклиф этилган *local projection* (маҳаллий проекция) усули орқали баҳоланди. Ушбу модел ҳар бир прогноз даври  $h = 0, 1, \dots, H$  учун инфляциянинг номинал алмашув курси шокларига динамик жавобини қўшимча таркибий чекловларсиз баҳолаш имконини беради.

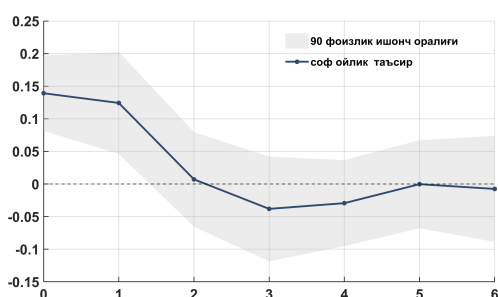
Ҳар бир давр учун қуйидаги регрессия баҳоланади:

$$\pi_{t+h} = \alpha_h + \beta_h S_t + \sum_{\ell=1}^L \gamma_{h,\ell} \pi_{t-\ell} + \sum_{\ell=1}^L \phi_{h,\ell} S_{t-\ell} + \varepsilon_{t+h,h}, \quad (2)$$

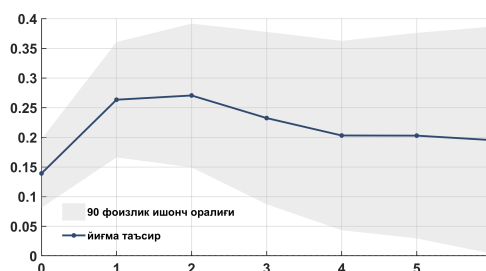
бу ерда  $\pi_t$  - ойлик ички инфляция,  $S_t$  - номинал валюта курсининг ойлик ўзгариши (сўмнинг АҚШ долларига нисбатан қадрсизланиши)ни англатади. Бунда  $\beta_h$  коэффиценти 1 фоизлик қадрсизланишнинг  $h$  даврда ойлик инфляцияга таъсирини ифодалайди.

Таҳлил сўмнинг АҚШ долларига нисбатан алмашув курсига қаратилган, чунки у импорт харажатларининг тўғридан-тўғри таъсирини ва импортёрларнинг нарх белгилаш фаолиятини акс эттиради. Баҳолашлар олти ойлик давргача ҳисобланиб, умумий таъсир  $\sum_{k=0}^h \beta_k$  орқали кумулятив шаклда ҳисобланди.

**Дискрет импульс жавоб.** 8a-расмда сўмнинг АҚШ долларига нисбатан қадрсизланишининг 1 фоиз банд ошишига инфляциянинг динамик импульс жавоби кўрсатилган. Тўғридан-тўғри таъсир **0,15 фоиз банд** атрофида бўлиб, статистик жиҳатдан аҳамиятли ва дарҳол намоён бўлади. Бу дегани, алмашув курси қадрсизланишининг тахминан олтидан бир қисми истеъмол нархларига шу ойнинг ўзида ўта бошлайди ва таъсир доираси бир чорак давомида сақланиб қолади.



(а) Дискрет таъсир



(б) Кумулятив таъсир

**Расм 8: Алмашув курси ўзгаришининг инфляцияга таъсири: дискрет ва кумулятив импульс жавоблари**

**Кумулятив импульс жавоб.** 8b-расмда кўрсатилган кумулятив жавоб таъсирнинг вақт бўйича йиғилувчан самарасини кўрсатади. У тахминан **0,27 фоиз бандгача** ўсиб, икки-уч ой ичида барқарорлашади.

Бу дегани, миллий валюта қадрсизланишининг инфляцияга асосий таъсири дастлабки чорак ичида тўлиқ намоён бўлади.

Натижаларга кўра, номинал алмашув курсининг ойлик ўзгариши ойлик инфляцияга узоқ муддатли оширувчи босим яратмайди. Лекин бу ҳар иккала вақт қатори қурилиши жиҳатдан қисқа муддатли бўлганлиги сабабли табиий ҳолат ҳисобланади. Бироқ ИНИ саватининг сезиларли қисми импорт маҳсулотларидан ташкил топганлигини ҳисобга олганда, алмашув курсининг узоқ муддатда давомий қадрсизланиши нарх белгилаш ва кутилмалар орқали инфляцияга узоқ муддатли оширувчи таъсир этиши мумкин.

### 3. РСАКнинг мувозанат даражаси ва ундан тафовути

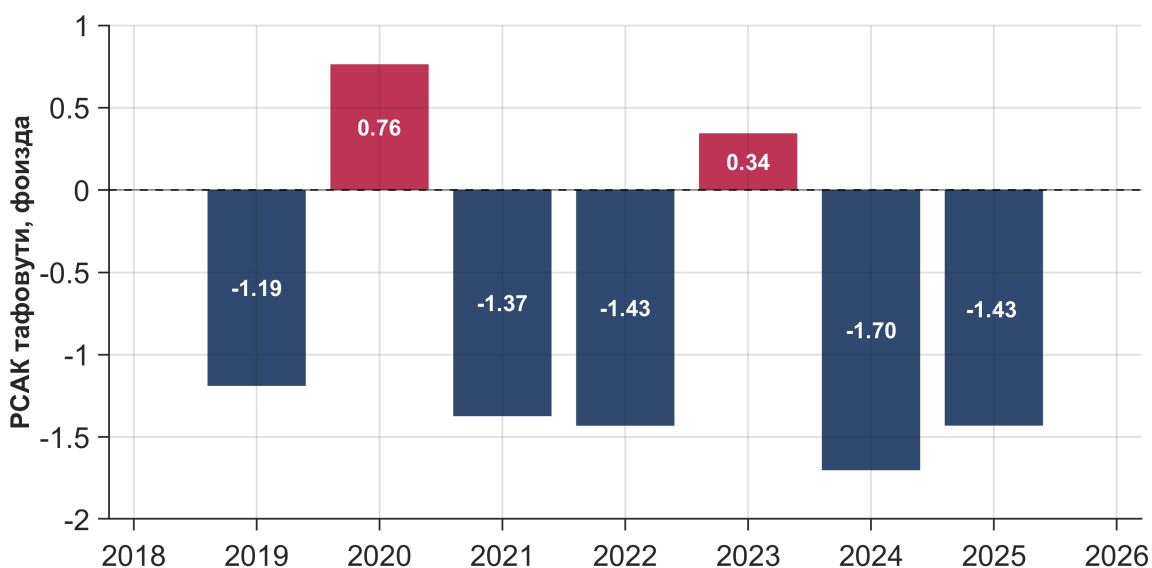
Реал самарали алмашув курси ташқи рақобатбардошлик, иқтисодиётнинг ташқи секторга мослашув даражасини кўрсатади. Унинг узоқ муддатли мувозанатли даражаси<sup>3</sup> эса мамлакатнинг маҳсулдорлик, савдо шартлари, фискал позиция ва капитал оқимлари каби фундаментал омиллари таъсирида шаклланиб боради. Амалдаги РСАКни унинг мувозанатли даражаси билан таққослаш иқтисодиётда миллий валютанинг ортиқча мустаҳкамланиш ёки қадрсизланиш даражасини таҳлил қилиш имконини бериб, ташқи рақобатбардошликка оид хулосаларни аниқлаштиради. Таҳлил даврида реал самарали алмашув курсининг мувозанатли даражасидан тафовути ташқи шоклар ва ички иқтисодиётнинг циклик тебранишлари таъсирида юзага келган. Ушбу таҳлилда РСАКнинг мувозанатли даражаси хатти-ҳаракатга асосланган мувозанатли алмашув курси ([Behavioral Equilibrium Exchange Rate](#)) ёндашуви асосида баҳоланган.



Расм 9: РСАК ва унинг мувозанатли даражаси (база: 2019-09)

<sup>3</sup>Мувозанатли реал самарали алмашув курси бу — фундаментал иқтисодий кўрсаткичларнинг қисқа муддатли шоклар ёки номувофиқликлар бўлмаган шароитдаги қийматларига мос реал самарали алмашув курсидир.

Таҳлил даврида мувозанатли РСАК йиллик ҳисобда 2,2–2,4 фоиз атрофида барқарор мустаҳкамланиш траекториясида шаклланган. Бу эса, меҳнат унумдорлиги ошиши, иқтисодиётнинг тузилмавий ривожланиши ва ташқи савдо таркибидаги силжишлар фониди миллий валютанинг реал нуқтаи назардан босқичма-босқич мустаҳкамланиши табиий жараён эканлигини англатади. Айрим йилларда кузатилган РСАК динамикасида мувозанатли даражасига нисбатан ташқи ва ички омиллар таъсирида нисбатан сезиларли тебранишлар юз берган. 2020 йилда пандемия шоки ва нефть бозоридаги кескин ўзгаришлар, 2022 йилда минтақавий ноаниқликлар фониди рубль ва тенге алмашув курсларининг кескин ўзгариши, 2025 йил бошида эса рублнинг мустаҳкамланиши РСАКнинг мувозанатли даражасидан вақтинчалик тафовутлари юзага чиқишида муҳим омиллардан бўлган. Шу билан бирга, кузатилган РСАК траекторияси мувозанатли даражасига яқин бўлиб, ушбу даврда изчил ортиқча мустаҳкамланиши кузатилмаган.



Расм 10: РСАКнинг йиллик ўртача тафовути

2019–2025 йилларда РСАКнинг йиллик ўртача тафовути<sup>4</sup> -0,86 фоизни ташкил этди, яъни кичик миқёсда реал ортиқча қадрсизланиш соҳасида шаклланган.

Умуман олганда, РСАК тафовути чекланган коридорда сақланиб, ташқи рақобатбардошлик нуқтаи назаридан узок муддатли ортиқча мустаҳкамланиш ёки кескин қадрсизланиш ҳолатлари кузатилмаган. Ушбу шароитда барқарор ташқи рақобатбардошликни таъминлашнинг асосий шарти ички инфляцияни изчил пасайтириш ва фундаментал омилларни қўллаб-қувватлашдан иборат бўлиб, алмашув курси қисқа муддатли шокларни юмшатиш воситаси сифатида эркин шаклланиши мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

<sup>4</sup>РСАКнинг мувозанат даражасига нисбатан йиллик ўртача тафовутида мусбат қиймат реал мустаҳкамланишни, манфий қиймат эса реал қадрсизланишни билдиради

## 4. Хулоса

Кумулятив ҳисобда РСАК тахминан 15,3 фоизга мустаҳкамланган бўлиб, бу асосан ички инфляциянинг савдо ҳамкорларига нисбатан изчил юқори бўлиши натижасида юзага келган.

РСАК ўзгаришининг ташқи манбалари юқори даражада концентрациялашган бўлиб, таҳлил даврида умумий тебранишнинг тахминан тўртдан уч қисми бешта асосий ҳамкор мамлакатлар ҳиссасига тўғри келади.

Мувозанатли РСАК бўйича таҳлил даврида йиллик ўртача тафовутнинг чекланган манфий қийматлар доирасида бўлиши миллий валютанинг реал нуқтаи назардан кичик миқёсда ортиқча қадрсизланиши ва фундаментал омиллар асосида шаклланганлигидан далолат беради.

Сўмнинг АҚШ долларига нисбатан 1 фоиз банд юқори қадрсизланиши натижасида инфляция даражаси 0,15 фоиз бандга ошади, кумулятив таъсир эса уч ой ичида 0,27 фоиз банд атрофида барқарорлашади.

Таҳлил натижалари ташқи рақобатбардошликни таркибий тиклаш ва сақлаш паст ва барқарор инфляция жараёнларини тақозо қилишини, шунингдек номинал алмашув курсининг РСАКга таъсири қисқа муддатли эканлигини кўрсатади. Яъни, номинал алмашув курсининг изчил қадрсизланиши қўшимча инфляцион босим яратган ҳолда РСАК ўзгаришига таъсирини қисман нейтраллаштиради ҳамда бу амалиётнинг такрорланиши қадрсизланиш ва инфляция орасида спирал жараённи юзага келтириши мумкин.