



O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki
Statistika va tadqiqotlar departamenti
N. Omonov

O'zbekiston uchun dollarlashuvning tabiiy darajasini baholash

Toshkent 2025

O'zbekiston uchun dollarlashuvning tabiiy darajasini baholash

Ushbu maqoladagi qarashlar muallifning shaxsiy fikr va mulohazalari bo'lib, O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining rasmiy pozitsiyasi bilan mos tushmasligi mumkin. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki maqola mazmuni uchun javobgarlikni zimmasiga olmaydi. Taqdim qilingan materiallarni har qanday uslubda qayta ishlatish faqatgina muallif ruxsati bilan amalga oshiriladi.

Statistika va tadqiqotlar departamenti tomonidan tayyorlandi.

O'z taklif va e'tirozlaringizni quyidagi manzilga yuborishingiz mumkin:

E-mail: nurbekomonov@cbu.uz

O'zbekiston uchun dollarlashuvning tabiiy darajasini baholash

Annotatsiya

Mazkur tadqiqotda O'zbekiston uchun dollarlashuvning tabiiy darajasi MVP (Minimum Variance Portfolio) yondashuvi asosida inflyatsiya va real almashuv kursi tebranuvchanligidan kelib chiqqan holda baholandi.

Hisob-kitoblarga ko'ra, 2020 yil boshida o'tgan 12 oylik siljish davrni hisobga olgan holda hisoblangan qisqa davrdagi dollarlashuvning tabiiy darajasi **24,5** foizni tashkil etgan bo'lsa, 2025 yil oktyabr oyiga kelib ushbu ko'rsatkich **17,8** foizgacha pasaydi. Bundan tashqari, o'tgan har 3 yillik siljish davrni hisobga olgan holda hisoblangan dollarlashuvning tabiiy darajasi **19,3** foizga tengligi aniqlandi.

Narxlar barqarorligi dollarlashuvning tabiiy darajasini tushirishda asosiy omil bo'lib, milliy valyutaga ishonchni mustahkamlaydi. Aksincha, almashuv kursining uzluksiz qadrsizlanishi aholi va tadbirkorlarning milliy valyutaga ishonchni pasayishiga olib kelib, dollarlashuvning tabiiy darajasini oshiradi.

Shuningdek, almashuv kursi tebranuvchanligining oshishi aholi va biznes sub'ektlari uchun chet el valyutasida jamg'arish, narx belgilash va hisob-kitoblar olib borish borasida noaniqliklarni kuchaytirdi. Bu esa, narxlar barqaror bo'lgan sharoitda dollarlashuvning tabiiy darajasining pasayishiga olib keldi.

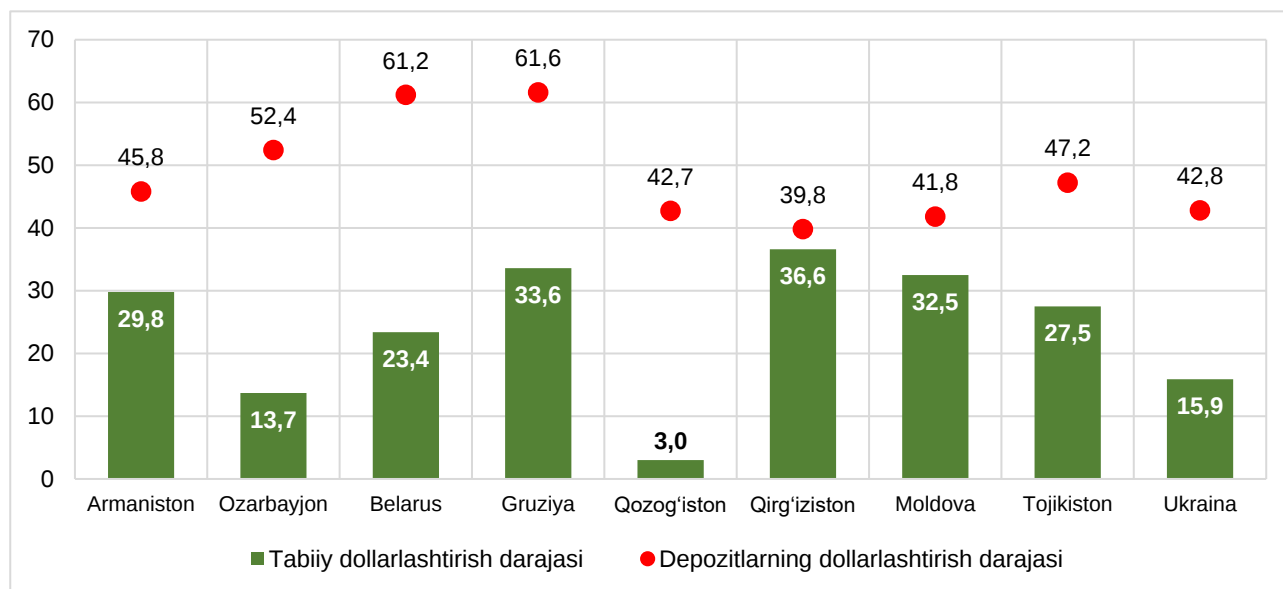
O'zbekiston uchun dollarlashuvning tabiiy darajasini baholash

Ochiq iqtisodiyot sharoitida kapital bozorining yetarli darajada rivojlanmaganligi sababli investitsiya va jamg'armalar bo'yicha risklarni diversifikatsiya qilish hamda tashqi savdo operatsiyalari bilan bog'liq tranzaksiyalar uchun chet el valyutasidan foydalanilishi hisobiga **tabiiy dollarlashuv** darajasi saqlanib qoladi.

Iqtisodiyotdagi dollarlashuvning **tabiiy** darajaga yaqin shakllanishi pul-kredit siyosatining samaradorligiga va makroiqtisodiy barqarorlikni ta'minlashga xavf tug'dirish ehtimolini kamaytiradi.

Xalqaro valyuta jamg'armasi (XVJ) ekspertlari tomonidan Kavkaz va Markaziy Osiyo mintaqasidagi mamlakatlarda depozitlar bo'yicha dollarlashuvining tabiiy darajasi 2019 yil uchun baholangan¹ bo'lib, O'zbekiston uchun ushbu ko'rsatkich **16,5 foizni** tashkil etgan.

1-chizma: Kavkaz va Markaziy Osiyo mamlakatlarida tabiiy dollarlashuv darajasi, foizda



Manba: XVJ hisob-kitoblari

Dollarlashuv jarayonlari **real** (Currency substitution yoki real dollarization (RD)) hamda **moliyaviy** (Asset substitution yoki financial dollarization (FD)) dollarlashuv ko'rinishida namoyon bo'ladi.

Bunda, ichki narxlarning chet el valyutasi kursidan kelib chiqqan holda belgilanishi (unit of account) hamda inflyatsiya darajasi yuqori bo'lgan sharoitda chet el valyutasidan to'lov vositasi sifatida foydalanilishi (means of payment) **real dollarlashuvning** ortishiga olib keladi.

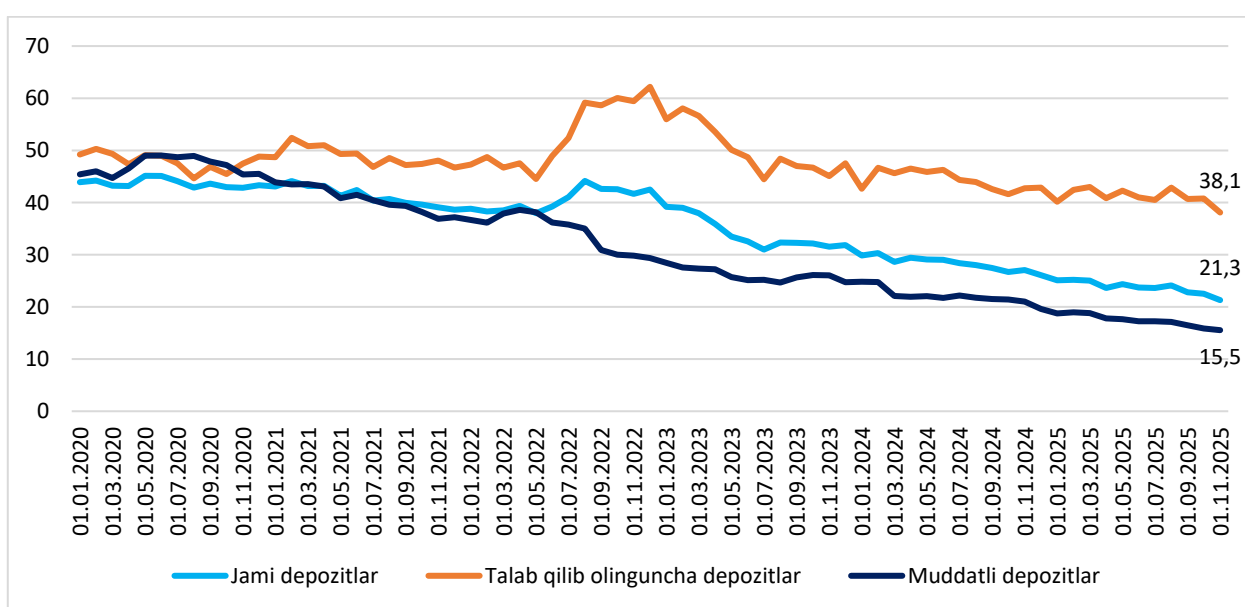
¹ Gondo, R., Aidarova, A., & Singh, M. (2020). *Impact of Remittances on Natural Rate of Dollarization – Trends in Caucasus and Central Asia*.

Shuningdek, kapital bozori rivojlanmaganligi ya'ni bo'sh turgan mablag'larni investitsiya qilishda muqobil instrumentlarning cheklanganligi hamda inflyatsiya va almashuv kursining nobarqarorligi sharoitida **moliyaviy dollarlashuv** darajasi ortib boradi.

Empirik tadqiqotlar asosida hisoblanadigan dollarlashuvning tabiiy darajasi muddatli depozitlar bo'yicha dollarlashuv uchun benchmark bo'lib xizmat qiladi².

O'zbekistonda depozitlar bo'yicha dollarlashuv darajasining umumiy ko'rsatkichi pasayish tendensiyasini (*muddatli depozitlar bo'yicha dollarlashuv darajasi 15,9 foiz*) qayd etayotgan bo'lsada, talab qilib olguncha depozitlar dollarlashuvi uzoq muddatli davrda **40 foizdan** yuqori darajada shakllanib kelayotganligi kuzatilmoqda.

2-chizma: Depozit turlari bo'yicha dollarlashuv darajasi dinamikasi, foizda



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Umuman olganda, muddatli depozitlar bo'yicha dollarlashuv darajasi talab qilib olguncha depozitlar dollarlashuvi darajasiga nisbatan tezroq pasayishi tadqiqotlarda³ aniqlangan. Ushbu holat:

- o'tgan davrlardagi makroiqtisodiy nobarqarorliklarning iqtisodiy agentlar xotirasida saqlab qolinishi isobiga kelgusidagi kutilmalarining salbiy shakllanishi;
- tashqi savdning kengayishi natijasida chet el valyutasidagi tranzaksiyalar hajmiga talabning ortishi;

² Levi Yeyati, E. (2021). *Financial dollarization and de-dollarization in the new millennium*.

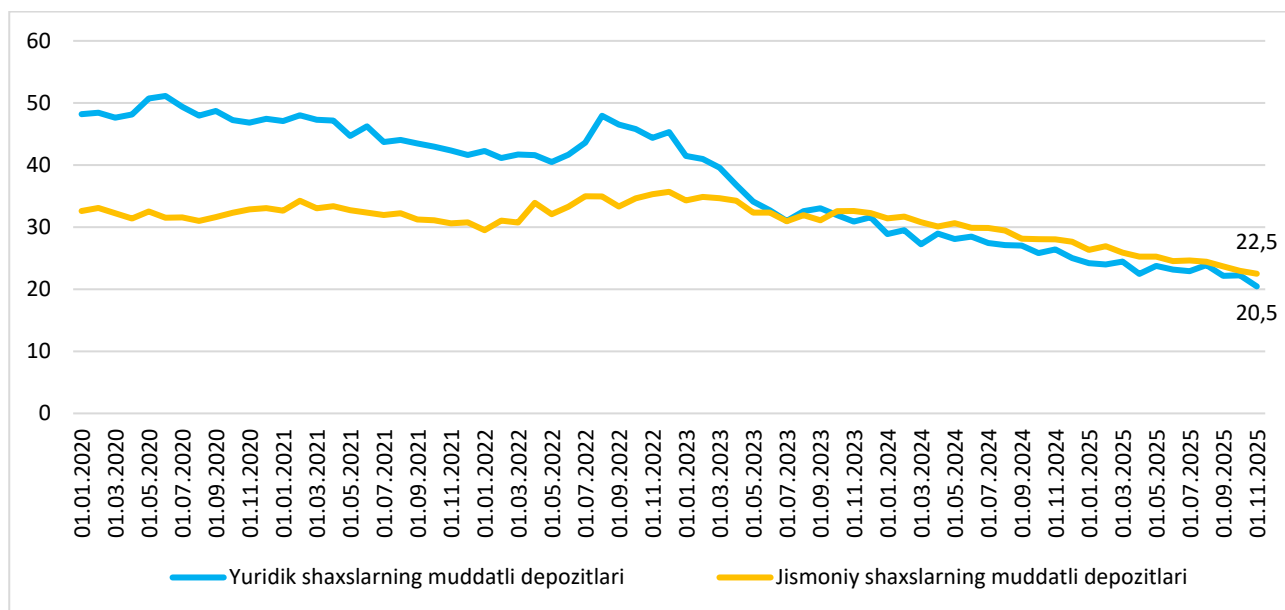
³ Yeyati, E. L. (2021). *Financial dollarization and de-dollarization in the new millennium*

– milliy valyutaning dollarga nisbatan erkin konvertatsiyalashuviga qaramasdan, yuqori inflyatsiya sharoitlari va valyuta kursi tebranuvchanligining saqlanib qolishi kabi omillar bilan izohlanadi.

2020-yildan boshlab faol pul-kredit siyosatining amalga oshirilishi hamda makroprudensial choralarining qoʻllanishi hisobiga milliy valyutadagi depozitlar jozibadorligini oshishi hamda valyuta almashuv kursining nisbatan barqaror shakllanishi muddatli depozitlar boʻyicha dollarlashuv darajasining pasayishiga xizmat qilmoqda.

Bunda, iqtisodiyotda moliyaviy dollarlashuv darajasini belgilayigan koʻrsatkich sifatida qaraladigan muddatli depozitlar dollarlashuv darajasi **yuridik shaxslarning** muddatli depozitlarida 2019-yil yakunida **48,2 foizni** tashkil etgan boʻlsa, oxirgi yillarda ushbu koʻrsatkich keskin pasayuvchi tendensiyasini namoyish qilib 2025-yil 1-noyabr holatiga kelib **20,5 foizni** tashkil etdi.

3-chizma: Yuridik va jismoniy shaxslarning muddatli depozitlari boʻyicha dollarlashuv darajasi dinamikasi, foizda



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari

Shu bilan birga, **jismoniy shaxslarning** muddatli depozitlari boʻyicha dollarlashuv darajasi 2019-yil oxirida **32,6 foizni** tashkil etib, ushbu koʻrsatkich 2024-yil may oyidan boshlab **30 foizdan** past darajaga tushib 2025-yil 1-noyabr holatiga **22,5 foizni** tashkil etdi.

Ushbu tadqiqotning asosiy maqsadi Oʻzbekiston uchun dollarlashuvning **tabiiy darajasini baholashdan** iborat.

Dollarlashuvning tabiiy darajasining pasayishida narxlar barqarorligini ta'minlash muhim ahamiyat kasb etadi, chunki bu aholi va tadbirkorlik subyektlarining milliy valyutaga bo'lgan ishonchini oshiradi.

Shuningdek, almashuv kursining uzluksiz qadrsizlanishi aholining chet el valyutasida jamg'arishga va o'zaro hisob-kitoblarda chet el valyutasidan foydalanishga undaydi hamda milliy valyutaga bo'lgan ishonchning pasayishiga olib keladi. Bu esa, dollarlashuvning tabiiy darajasi oshishiga sabab bo'ladi.

Mazkur tadqiqotda depozitlar dollarlashuvining tabiiy darajasi inflyatsiya va real almashuv kursi tebranuvchanligi ko'rsatkichlaridan kelib chiqqan holda **MVP (Minimum Variance Portfolio)** yondashuvi asosida hisoblandi (Ize va Levi Yeyati, 2003).

$$\lambda = \frac{S_{\pi\pi} + S_{\pi s}}{S_{\pi\pi} + S_{ss} + 2S_{\pi s}} \quad (1)$$

Bunda,

λ – MVP modeli asosida hisoblangan dollarlashuvning tabiiy darajasi;;

$S_{\pi\pi}$ – inflyatsiya tebranuvchanligi variatsiya matritsasi;

S_{ss} – real almashuv kursi tebranuvchanligi variatsiya matritsasi;

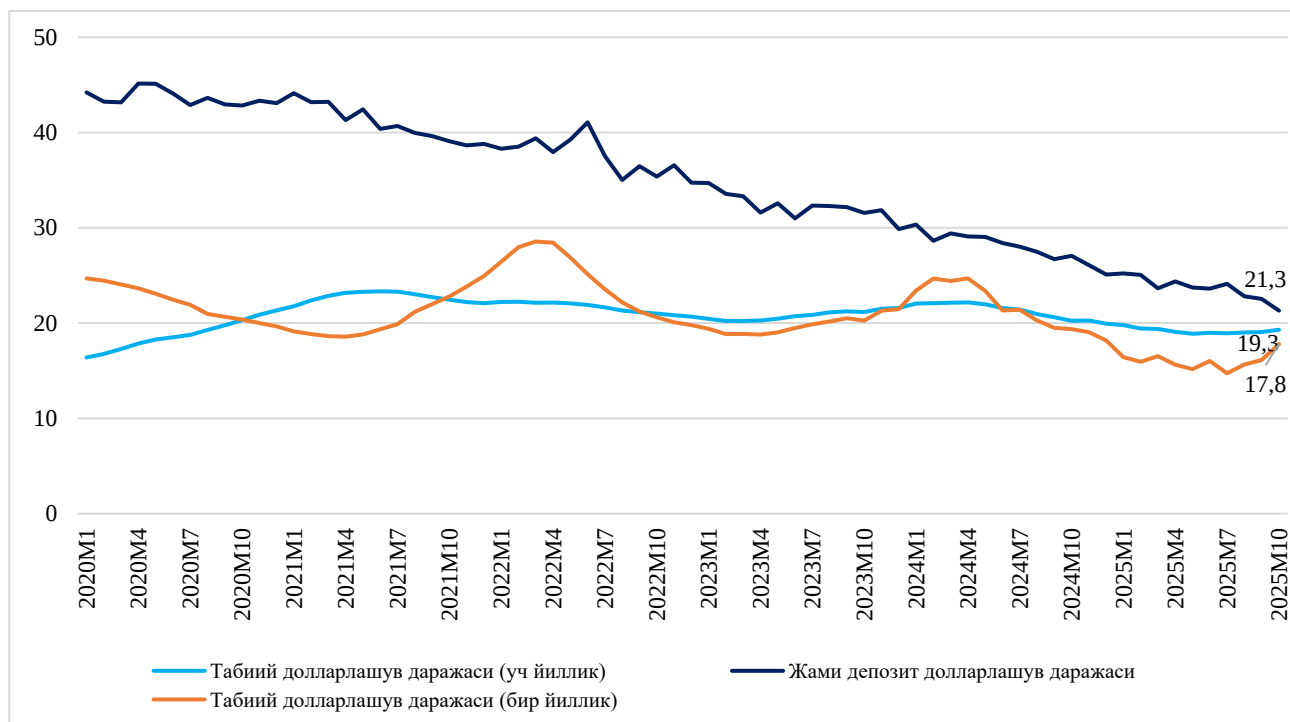
$S_{\pi s}$ – variatsiya-kovariatsiya (variance-covariance) matritsasi.

Iqtisodiy agentlar depozit mablag'larini mahalliy yoki chet el valyutasida saqlash bo'yicha kelgusi davr uchun qarorlarini o'tgan va joriy davrlardagi inflyatsiya darajasi va real almashuv kursi tebranuvchanligidan kelib chiqqan holda qabul qiladi. Inflyatsiya darajasi va real valyuta almashuv kursining tebranuvchanligi ushbu ko'rsatkichlarning o'tgan 12 oylik siljish (moving) standart og'ishiga nisbatan (standard deviation) hisoblandi.

MVP modeli asosida O'zbekiston uchun o'tgan har 12 oylik siljish davrni hisobga olgan holda hisoblangan **qisqa davrdagi dollarlashuvning tabiiy darajasi** 2020-yil yanvar oyida **24,5 foizni** tashkil etgan bo'lsa, 2025-yil oktyabr oyiga kelib ushbu ko'rsatkich **17,8 foizgacha** pasaydi. Shu bilan birga, **o'tgan har 3 yillik siljish davrni hisobga olgan holda hisoblangan dollarlashuvning tabiiy darajasi 19,3 foizga** tengligi aniqlandi.

Umuman olganda, joriy yil boshidan almashuv kursi tebranuvchanligining oshishi aholi va biznes subyektlari uchun chet el valyutasida jamg'arish, narx belgilash va hisob-kitoblar olib borish borasida noaniqliklarni kuchaytirdi hamda ushbu davrda narxlarning keskin o'sishi kuzatilmadi. Bu esa, dollarlashuvning tabiiy darajasining pasayishiga olib keldi.

4-chizma: O'zbekiston uchun MVP modeli asosida hisoblangan tabiiy dollarlashuv darajasi dinamikasi, foizda



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Shuningdek, 2025-yil oktyabr oyida umumiy muddatli depozitlar dollarlashuv darajasi qisqa muddatli (12 oylik) siljish davri asosida hisoblangan dollarlashuvning tabiiy darajasidan **3,5 foiz bandga**, hamda uzoq muddatli (3 yillik) siljish davri asosida hisoblangan dollarlashuvning tabiiy darajasidan **2 foiz bandga** yuqori ekanligi aniqlandi.