

330.3

87

Н.Х.ЖУМАЕВ. О.Қ.АБДУРАҲМОНОВ

ЖАҲОН

МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ

ИНҚИРОЗИ:

САБАБЛАРИ ВА УНИ
БАРТАРАФ ЭТИШ
МУАММОЛАРИ



Н.Х.ЖУМАЕВ, О.Қ.АБДУРАҲМОНОВ

**ЖАҲОН МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ
ИНҚИРОЗИ:
САБАБЛАРИ ВА УНИ БАРТАРАФ
ЭТИШ МУАММОЛАРИ**

Тошкент
«Akademnashr»
2010

330,3

Ж 87

УДК: 338.124.4

65.5

Ж87

Жумаев, Нодир Хосиятович.

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози: сабаблари ва уни бартараф этиш муаммолари / Н.Х.Жумаев, О.Қ.Абдурахмонов. – Т.: Akademnashr, 2010 й. – 160 бет.

ББК 65.5-97

Ушбу монографияда жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг моҳияти ва юзага келиш сабаблари, ривожланиш тенденциялари, инқирозни бартараф этишда пул-кредит сиёсатининг ўрни, ривожланган ва ривожланаётган давлатларда глобал молиявий инқирозга қарши чораларнинг устувор йўналишлари, жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг Ўзбекистонга таъсирини юмшатиш омиллари ва уни бартараф этиш чораларини такомиллаштириш каби долзарб масалалар ёритилган.

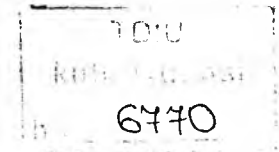
Монография барча иқтисодий йўналиш ва мутахассисликларда таълим олаётган талабалар, аспирант-тадқиқотчилар ва молиявий-иқтисодий инқироз масалалари билан қизиқувчи мутахассис-амалиётчиларга мўлжалланган.

Тақризчилар:

**С.С.Фуломов, академик,
Ш.Г.Юлдашев, и.ф.д., проф.**

Китоб Г.В.Плеханов номидаги Россия Иқтисодиёт университетининг Тошкент шаҳридаги филиали Ўқув-услугий кенгаши томонидан нашрга тавсия этилган.

ISBN 978-9943-373-58-7



© Н.Жумаев, О.Абдурахмонов
«Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози:
сабаблари ва уни бартараф этиш муаммолари».
«Akademnashr», 2010 й.

Мундарижа

Муқаддима	4
1-боб. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози юзага келишининг назарий асослари	
1.1. Иқтисодий цикл ҳаракати ва молиявий инқироз: моҳияти ва хусусиятлари	6
1.2. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози юзага келишининг асосий сабаблари	21
1.3. Глобал молиявий инқирознинг ривожланиш тенденциялари	42
2-боб. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозига қарши чоралар ва уларнинг амалий аҳамияти	
2.1. Ривожланган давлатларнинг жаҳон молиявий инқирозига қарши чораларининг устувор йўналишлари	60
2.2. Глобал молиявий-иқтисодий инқирознинг ривожланаётган ва ўтиш иқтисодиёти давлатларига таъсири ва уни юмшатиш чоралари	71
2.3. Жаҳон молиявий инқирозини бартараф этишда пул-кредит сиёсати дастакларидан фойдаланиш амалиёти	82
2.4. Глобал валюта-молия тизимини ислоҳ қилиш муаммолари	99
3-боб. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг Ўзбекистон иқтисодиётига таъсири, уни юмшатиш, бартараф этиш чораларини такомиллаштириш	
3.1. Жаҳон молиявий инқирозининг Ўзбекистон иқтисодиётига таъсири ва уни юмшатиш омиллари	115
3.2. Ўзбекистонда инқирозга қарши чоралар дастурининг вазифалари ва устувор йўналишлари	129
Хулоса	139
Фойдаланилган адабиётлар рўйхати	144
Интернет манбалари	152
Иловалар	154

МУҚАДДИМА

Бугунги куннинг энг долзарб муаммоси – бу 2008 йилда бошланган жаҳон молиявий инқирози, унинг таъсири ва оқибатлари, юзага келаётган вазиятдан чиқиш йўлларини излашдан иборат.

Ислом КАРИМОВ

Кўлами ва келтирган салбий оқибатлари жиҳатидан 1929 – 1933 йиллардаги буюк депрессиядан кейинги ўринда турувчи жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози АҚШ ипотека кредитлари бозоридаги танглиқдан бошланиб, бутун молиявий секторни, сўнгра тез суръатларда иқтисодиётнинг реал секторларини ҳам қамраб олди. Айни пайтда, жаҳон молиявий инқирози жаҳон молия-банк тизимини тартибга солишда жиддий нуқсонларнинг мавжудлигини, глобал молиявий архитектуранинг ислоҳ этиш заруриятини ҳам кўрсатиб берди.

Жаҳон молиявий инқирозининг ҳар бир мамлакатга таъсири, ундан кўриладиган зарарнинг даражаси ва кўлами биринчи навбатда шу давлатнинг молиявий-иқтисодий ва банк тизимларининг нечоғлиқ барқарор ва ишончли эканлигига, уларнинг ҳимоя механизмлари қанчалик кучли эканлигига боғлиқдир. Ҳозирги кунда ҳар бир давлат глобал молиявий-иқтисодий инқирозга қарши курашиш, юзага келган мураккаб вазиятдан чиқиш мақсадида миллий иқтисодиётнинг ўзига хос хусусиятларини ҳисобга олган ҳолда, мавжуд имкониятлардан келиб чиқиб, турли чораларни қўлламоқда. Шунга қарамай, глобал молиявий инқироз дунё мамлакатларидан унинг салбий оқибатларини бартараф этишда ўзаро ҳамжиҳатлик ва молиявий имкониятларни бирлаштирган ҳолда уйғун сиёсат олиб боришни тақозо этмоқда.

Ҳозирги пайтда жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози иқтисодчи олимлар илмий музокараларининг бош мавзусига айланган бўлиб, унинг моҳияти, сабаб-оқибатлари,

ривожланиш тенденциялари, иқтисодиётнинг реал секторларига трансформацияланиш механизмини тадқиқ қилиш, юзага келган вазиятдан чиқиш йўлларини излаш долзарб аҳамият касб этади.

Бу борада Ўзбекистон Республикаси Президенти Исом Каримовнинг "Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари" асари барча иқтисодчи олимлар учун дастуриламал бўлиб хизмат қилади. Асарда жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг юзага келиш сабаблари, оқибатлари ва унинг миллий иқтисодиётимизга таъсирини юмшатиш, бартараф этиш йўллари чуқур ва атрофлича таҳлил қилинган. Инқирозга қарши чоралар дастурининг мазмун-моҳияти, мақсади ва устувор вазибалари илмий жиҳатдан асослаб берилган.

Қўлингиздаги монография жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг моҳияти, юзага келиш сабабларини очиб бериш, унинг ривожланишига хос бўлган замонавий тенденцияларни аниқлаш, дунё мамлакатлари инқирозга қарши чораларининг амалий аҳамиятини баҳолаш, Ўзбекистонда инқирознинг салбий таъсирини бартараф этишга қаратилган чораларнинг мазмун-моҳиятини тушунтиришни кўзда тутди.

1-БОБ. ЖАҲОН МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ ИНҚИРОЗИ ЮЗАГА КЕЛИШИНING НАЗАРИЙ АСОСЛАРИ

1.1. Иқтисодий цикл ҳаракати ва молиявий инқи- роз: моҳияти ва хусусиятлари

Молиявий инқироз – иқтисодиётнинг бир қисми бўлган молия тизимида спекулятив ёки соф монетар омиллар таъсирида тангликнинг юзага келишини англатиб, молия тизимини янгидан ислоҳ қилиш заруратини оширсан, иқтисодий инқироз бутун иқтисодиётни издан чиқаргани боис уни қайта тиклаш, модернизациялашни тақозо этади. Бундан кўринадики, иқтисодий инқироз молиявий инқирозга нисбатан кўлами ва салбий таъсири жиҳатидан анча хавфлидир. Бироқ 2008 йилги жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шуни кўрсатдики, молиявий сектордаги танглик, молия тизими иқтисодиётнинг ажралмас ва муҳим қисми бўлгани сабабли аста-секин иқтисодиётнинг реал секторига ҳам ўз салбий таъсирини ўтказиши ва, таъбир жоиз бўлса, том маънодаги иқтисодий инқирозга ҳам айланиб кетиши мумкин экан.

Иқтисодиётда мунтазам равишда инқирозларнинг юзага келиши, уларнинг ортидан эса иқтисодий ўсиш даврининг ўрин алмашилиши классик мувозанат модели қоидаларининг амалиётда тўлиқ ўз тасдиғини топмаганлигини кўрсатди. Тадқиқотларнинг кўрсатишича, бозор иқтисодиётининг ривожланиши тўғри чизиқли эмас, балки тўлқинсимон характер касб этади. Бунда тўлқинсимон ҳаракатнинг мунтазам юз бериши кузатилади ва у циклик тўлқинлар деб аталади. Иқтисодий цикл талаб ва тақлиф номувофиқлигининг турли шаклларида юзага келувчи бозор конъюнктурасининг кўтарилиши ва тушиши ҳолатларини тавсифлайди.

П.Самуэльсон фикрича, иқтисодий цикл иқтисодий ҳаётнинг деярли барча жабҳаларига ва бозор иқтисодиёти қарор топган ҳар бир давлатга хос умумий хусусиятдир.

Замонавий иқтисод фанида иқтисодий циклларнинг кўплаб турлари эътироф этилса-да, ҳанузгача ягона таснифга келинмаган. Шудай бўлса-да, иқтисодий адабиётларда иқтисодий циклларнинг қуйидаги тўрт тури кенг тарқалган:

- Китчин цикли (товар захиралари цикли, узунлиги 2 – 4 йил);
- Жуглар цикли (бизнес цикли, узунлиги 7 – 12 йил);
- Кузнец цикли (қурилиш цикли, узунлиги 16 – 25 йил);
- Кондратьев цикли (узун цикллар, узунлиги 40 – 60 йил).

Китчин цикли корпорациялар товар-моддий захираларининг бозордаги талаб ва таклиф ўзгаришига мос равишда тебраниши натижасида юзага келса, Жуглар цикли давставвал саноатдаги асосий капитал амортизацияси муддатлари билан белгиланади. Кузнец циклининг юзага келишида қурилиш, туғилиш ва миграция, яъни демографик омиллар муҳим ўрин тутди.

Кондратьев цикли асосида ётувчи капиталнинг жамланиш, марказлашув, бўлиниш ва қадрсизланиш механизми бозор иқтисодиёти ривожланишининг муҳим омили ҳисобланиб, циклнинг пасайиш тўлқинидан кўтарилиш тўлқинига ўтиши ва, ўз навбатида, янги циклнинг кўтарилиш фазасига ўтишини таъминлашга хизмат қилади. Иқтисодий цикл тадқиқотларида унинг фазалари борасида яхлит таснифга келинмаган бўлса-да, асосий фазалар сифатида кўтарилиш, инқироз, депрессия ва жонланиш ўз аҳамиятини йўқотмаган. Қуйида уларнинг белгиларини келтирамиз.

I. Кўтарилиш фазаси:

- миллий даромаднинг барқарор ўсиши;
- ишсизликнинг қисқариши;

– инвестициялар ва реал капитал ҳажмининг ҳақиқатда ўсиши.

Кўтарилиш жараёнининг жадаллашуви натижасида иқтисодийда «бум» юзага келади ва у қуйидагилар билан тавсифланади:

- юқори даражадаги бандлик;
- ишлаб чиқариш қувватларининг тўлиқ куч билан ишлаши;
- баҳолар даражаси ва меҳнат ҳақи ставкасининг жуда юқорилиги;

– фоиз ставкасининг юқорилиги.

II. Инқироз фазаси:

- талабнинг пасайиши юзага келади;
- ишлаб чиқариш ҳажми қисқаради;
- инвестициялар ҳажми камаяди.

III. Депрессия фазаси:

- миллий даромад пасайишда давом этади;
- ишсизлик даражаси ошади;
- талаб барқарор паст даражада бўлади;
- инвестициялар ҳажми кескин (нолга яқин даражада) камаяди.

IV. Жонланиш фазаси:

- ишлаб чиқариш ҳажмида ўсиш юз беради.

XIX аср бошларидан буён турли иқтисодий мактаблар тадқиқотларида иқтисодий цикл ва инқироз муаммоларига алоҳида урғу берилган бўлган. Чунки бу даврга келиб дастлабки иқтисодий инқирозлар авж олиб улгурган эди. Ж.Сисмонди, К.Родбертус, Т.Мальтусларнинг илмий изланишларида илк бор хусусий тадбиркорлик шароитида инқирозларнинг юзага келиш сабаблари ва йўллари масаласи кўтарилди.

Тадқиқотларнинг кўрсатишича, иқтисодий циклнинг даврий такрорланувчи исталган фазасида турли давлатларда амалга ошириладиган чора-тадбирлар ўзига хос хусусият касб этади. Саноат инқирозларининг даврийлиги назарияси ва инқирозларни бюджет-солиқ ва пул-кре-

дит сиёсати орқали бартараф этиш йўллари XIX асрнинг охирларига келиб М.И.Туган-Барановский томонидан илгари сурилди.¹ 1894 йилда унинг “Англияда саноат инқирозлари, уларнинг даврийлиги ва халқ турмушига таъсири” номли илмий иши чоп этилди. Орадан бир оз вақт ўтиб, 1922 йилда Н.Д.Кондратьев томонидан узун цикллар назариясига асос солинди.²

1939 йилга келиб Й.Шумпетер ўзининг “Бизнес цикллари” асарини чоп этишга муваффақ бўлади. Асарда АҚШ, Буюк Британия ва Германиядаги капиталистик тараққиёт тадқиқ қилинган. “Бизнес цикллари”да етакчи бизнес цикли назариячилари К.Жуглар (Clement Juglar), Й.Китчин (Joseph Kitchin) ва рус иқтисодчи олими Н.Кондратьевларнинг (Nikolai Kondratieff) илмий изланишларига кўп мурожаат қилинган ва улардан иқтибослар келтирилган.

Й.Шумпетер иқтисодий тараққиётнинг ҳаракатга келтирувчи кучи сифатида тадбиркорларни эътироф этгани ҳолда уларнинг хулқидаги хусусиятларга алоҳида эътибор қаратади. Хусусан, тадбиркорларнинг рискка тик бориш қобилияти, янги технологик ғояларни ўйлаб топишлари ва амалиётга татбиқ этишларини юқори баҳолайди.

Шумпетер назариясида инновация марказий ўрин эгаллайди. Инновация, одатда, янги техника ва технологияларни ташкил қилиш (ёки эскисини модернизациялаш)ни тақозо этади ҳамда вақт ва харажат керак бўлади.

Циклик тебранишларни тадқиқот объекти сифатида ўрганган қатор иқтисодчи олимлар цикллارнинг юзага келишига сабаб бўлувчи омиллар сифатида мувозанат моделлари асосида ётган омилларни ажратиб кўрсатишади (1-жадвалга қаранг).

¹ Туган-Барановский М.И. Избранное. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов. Общая теория кризисов. – М., 1997. – С.24 – 36.

² Scumpeter J. Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process. – N.Y.-L., 1939. – P.70.

**Иқтисодийдаги мувозанат ва тебраниш жараёнлари-
ни тавсифловчи асосий омиллар**

Омиллар	Курсаткичлар	Иқтисодий ўсиш	Иқтисодий мувозанат	Иқтисодий инқироз
Ишлаб чиқариш омиллари	Маҳсулот (Y) Харажатлар(C)	$Y > C$	$Y = C$	$Y < C$
Талаб ва таклиф	Талаб (X) Таклиф (Y)	$X > Y$	$X = Y$	$X < Y$
Пул, кредит	Барча тўловлар суммаси (MV) Барча товарлар баҳолари суммаси (PQ)	$MV > PQ$	$MV = PQ$	$MV < PQ$
Инвестициялар ва жамғарма	Инвестициялар (I) Жамғарма (C)	$I > C$	$I = C$	$I < C$
Тадбиркорларнинг кутишлари	Конъюнктура ҳолати борасидаги ахборот	Конъюнктура борасидаги тўлиқ ахборот	Бозор мувозанати борасидаги ахборот	Конъюнктура борасидаги ахборотнинг етарли эмаслиги

Р.Хоутрининг илмий тадқиқотларида циклга соф пул ҳодисаси сифатида қаралади. Унинг фикрича, пул оқимлари иқтисодий фаоллик ўзгаришининг бирдан-бир сабабидир. Пул оқими (ёки пул кўринишида ифодаланган товарларга талаб) ошса, савдо янада жонланади, ишлаб чиқариш кенгайди ва баҳолар оша бошлайди. Аксинча, пул оқими камайса, савдо айланмаси қисқаради ва, ўз навбатида, ишлаб чиқариш ҳажми камаяди ҳамда баҳолар туша бошлайди. Банклар эса пул оқимларини ҳаракатга келтирувчи ричаг бўлиб хизмат қилади.³ Чунки фақат банк тизими пулни муомалага чиқариш имкониятига

³ Экономическая теория / Под ред. Ю.Ф.Симионова. – Ростов-на-Дону: Феникс, 2001.

эга. Одатда, кишилар банк ҳисобрақамларидаги пул маблағларини зарур бўлган ҳоллардагина оладилар. Энг асосийси банкларга бўлган ишонч масаласи бўлиб, мураккаб вазиятларда аҳоли банкдаги пул маблағларининг тақдири борасида ташвишлана бошлайди. Агар барча бирдек банкдан пул маблағларини қайтаришни талаб қилса, табиийки банк таназзулга юз тутаети. Бу эса, ўз навбатида, ишлаб чиқарувчи корхоналар ўртасида ҳам банкротлик ҳолатларининг кўпайишига сабаб бўлати. Шундай қилиб, молиявий секторнинг беқарорлиги оқибатида юзага келган инқироз муайян шароитларда иқтисодиётнинг барча соҳаларида иқтисодий фаолликнинг пасайишига олиб келаети.

Кейинча иқтисодий қарашлар 1970 йилларнинг бошларига қадар устунликни қўлдан бермай келди. Бироқ кейинчалик М.Фридмен ва Р.Лукас иқтисодиётнинг “монетаристик” моделини илгари сурган бўлса, Э.Прескотт ва Ф.Кидлэнд “реал бизнес цикли” моделини тақдим этишди. Бу икки моделни, фикримизча, неоклассика мактаби қарашларининг бир қисми сифатида баҳолаш мумкин. Чунки улар классик мактаб қарашларининг энг муҳим концепциялари: самарали бозор ва эгилувчан баҳоларни ўз моделларига асос қилиб олишди (2-жадвалга қаранг).

Энди молиявий инқирознинг моҳияти ва хусусиятларини ёритишга ҳаракат қиламиз. Молиявий инқироз тизимли равишда молия бозорлари, молия сектори муассасалари, пул муомаласи ва кредит, халқаро молия, давлат, муниципал ва корпоратив молияни қамраб олувчи инқироз бўлиб, мамлакатдаги иқтисодий фаоллик ва аҳолининг турмуш тарзи даражасига салбий таъсир кўрсатади.

Унинг молия сектори ва молия бозорларида юзага келиши фоиз ставкасининг ошиши, банк ва нобанк муассасалар тўлов қобилиятининг пасайиши, муаммоли активлар салмоғининг ортиши, иқтисодиёт ва уй хўжаликлари-

**Монетаризм, реал бизнес цикли ва неокейнсчилик
ёндашувлари**

	Монетарчилар	Реал бизнес цикли тарafdорлари	Неокейнсчилар
<i>Бозорлар</i>	Баҳолар тўлиқ эгилувчан бўлса, самарали ишлайди	Доимо самарали ишлайди	Самарали ишламайди
<i>Баҳолар</i>	Эгилувчан	Доимо тўлиқ эгилувчан	Эгилувчан эмас
<i>Меҳнат ҳақи</i>	Эгилувчан	Доимо тўлиқ эгилувчан	Эгилувчан эмас
<i>Ишсизлик</i>	Қисқа муддатли даврий оралиқда сақланиб қолади, бироқ иқтисодиёт тез суръатларда уни мувофиқлаштиришга қодир	Ишсиз аҳоли сони ўсишининг сабаби ишчиларнинг ўз малакасига мос иш топишда таҳликага тушиши ёки ишлашни хоҳламаслигидадир	Узоқ муддатли даврий оралиқда сақланиб қолади ва ишсизликнинг табиий даражасига қайтиши учун ҳукумат кўмаги тақозо этилиши мумкин
<i>Бизнес циклига нималар сабаб бўлади?</i>	Норационал пул-кредит сиёсати тўғрисидаги пул массасидаги доимий ўзгаришлар	Самарадорликнинг тушиб кетиши. Бунга технология, меҳнат самарадорлиги, ёқилғи баҳолари, менежмент стратегиясидаги ўзгаришлар сабаб бўлиши мумкин	Ялпи талаб эгри чизигининг силжиши ва уни башорат қилиб бўлмаслиги

<i>Бизнес цикли учун қайси тараф масъул? Талаб иқтисодиётими ёки таклиф иқтисодиёти?</i>	Талаб тарафи (талабчилар) (чунки пул-кредит сиёсати пул бозорига ва, ўз навбатида, иқтисодиётдаги талабга таъсир қилади)	Таклиф тарафи (Чунки самарадорликнинг тушиб кетиши ишлаб чиқариш таннархига, яъни иқтисодиётдаги таклифга салбий таъсир қилади)	Талаб тарафи жуда муҳим, бироқ ялпи таклиф ва таклиф тарафи ҳам сезиларли роль ўйнайди
<i>Пул массаси ва ЯИМ ўртасидаги алоқадорлик</i>	Пул массасидаги ўзгариш ЯИМнинг ўзгаришига олиб келади	Пул массаси ЯИМга таъсир қилмайди. Аксинча, ЯИМдаги ўзгариш пулга бўлган талаб ва фоиз ставкасининг ошишига ва оқибатда пул массасининг ошишига олиб келади	Пул массасидаги ўзгариш ЯИМнинг ўзгаришига олиб келади

га бериладиган кредитлар ҳажмининг қисқариши, банкротликнинг занжирли боғланиш касб этиши, қимматли қоғозлар баҳоларининг кенг кўламли пасайиши, тўлов тизимининг таназулга учраши, нотўловлар ҳажмининг ортиши, ҳосилавий қимматли қоғозлар бозорида йирик ҳажмдаги зарарларнинг юзага келиши, молия бозори ва молия муассасалари ликвидлигининг тушиб кетиши, домино эффекти орқали эса банк саросимасининг вужудга келиши каби оқибатларга олиб келади.

Халқаро молия соҳасида молиявий инқирознинг юз бериши миллий валюта алмашув курсининг тартибга солиб бўлмас даражада пасайиши, мамлакатдан капиталнинг кенг кўламда чиқиб кетиши, давлат ва тижорат ташкилотлари ташқи қарзи ва улар бўйича муддати ўтган қарздорлик ҳажмининг ортиши, тизимли рискнинг халқаро бозорлар ва бошқа давлатлар молия бозорларига кўчишига сабаб бўлади.

Пул муомаласи соҳасида молиявий инқироз баҳоларнинг кескин тарзда кўтарилиши ва унинг сурункали инфляцияга айланиши, миллий валютадан қочиш ва мамлакат ичкарасида хорижий резерв валюталардан фойдаланиш кўламининг ортиши (“долларлашув” жараёни ва “доллар фетишизми”нинг ортиши) каби салбий оқибатларга олиб келади.

Шунингдек, молиявий инқироз давлат молияси соҳасида мамлакат олтин-валюта захиралари ва давлат барқарорлаштириш фондлари маблағлари ҳажмининг кескин камайиши, давлат бюджети дефицитининг пайдо бўлиши ёки дефицит ҳажмининг сезиларли даражада ортиши, солиқлар йиғилувчанлигининг пасайиши, давлат ички қарзининг ортишига сабаб бўлади.

Молия бозорининг бир сегментида юзага келган тизимли рисклар (хусусий ҳолдаги инқироз) унинг бошқа сегментларига тарқалар экан, тизимли риск механизми орқали бутун молия-кредит тизимини таназулга бошлайди.

Хусусий ҳолдаги инқирозларга куйидагилар тааллуқлидир:

– *қимматли қоғозлар бозоридаги инқироз* – қимматли қоғозлар баҳосининг кескин пасайиши, бозор ликвидилигининг тушиб кетиши, фоиз ставкаларининг бирданига ошиши билан юз бериб, инқироз жараёнларининг янада чуқурлашиб, кенг кўламдаги молиявий инқирозга айланишига замин яратади. Ушбу инқироз “совун кўпиклари”, қимматли қоғозлар баҳосининг ўсиши ёки пасайишига қаратилган спекулятив ўйинлар билан боғлиқ бўлиши мумкин. Бундай турдаги инқирозлар, одатда, базавий ва ҳосилавий (деривативлар) молия инструментлари бозорларига параллел равишда амалга оширилган спекулятив ҳужумлар натижасида юзага келади;

– *қарз-мажбуриятлар билан боғлиқ инқирозлар* – молиявий инқирозларнинг дастлабки сабабларидан бири бўлиб, йирик қарз олувчилар гуруҳи, хусусан, давлат (агар халқаро қарз инқирози бўлса) ёки йирик тижорат ва инвестиция банклари олган қарзлари бўйича тўловларни амалга ошириш имкониятига эга бўлмай қолади ва уларни дефолтга етакловчи йирик миқдордаги зарарлар шаклланади. Йирик халқаро қарздорлик инқирози ХХ асрнинг 80-йилларида юз берган бўлиб, қатор ривожланаётган давлатлар юқори даромадли саноат давлатларидан жалб қилган қарзлари бўйича тўловларни амалга ошира олмай қолган эди;

– *валюта инқирозлари*, молия бозорининг бошқа сегментларида инқироз ҳолатларининг кўпайишини таъминлаб, бир валютанинг бошқа валютага нисбатан алмашув курсининг кескин ўзгариши халқаро молия ва ички иқтисодиётдаги иқтисодий манфаатлар тизимининг сезиларли даражада қайта тузилишига, тўлов баланси муаммоларининг юзага келишига олиб келади;

– *банк инқирозлари*, домино эффектига асосланган банк сектори инқирозлари бўлиб, қатор банкларда муам-

моли активларнинг жамланиши ва улар тўлов қобилиятининг пасайиб кетиши банк саросимасига, омонатларнинг кенг кўламда банк тизимидан қайтариб олинишига, банклараро кредитлар ҳажмининг кескин камайишига сабаб бўлади ва банкларга нисбатан ишончнинг пасайиши замирида банклар томонидан тўловлар ҳажмининг қисқаришига ва, натижада, тўлов тизими ҳамда молия бозори таназзулига олиб келади;

– *ликвидлилик инқирози*, ликвидлилик рискининг ортиши, молиявий ҳолатнинг ёмонлашуви билан боғлиқ тарзда тўловларни амалга ошириш имкониятининг қисқа вақт ичида йўқолишини англатиб, макроиқтисодий даражада тўлов тизимидаги танглик, унинг асосини ташкил этувчи банкларда ликвидлиликнинг кескин пасайиши, халқ хўжалигидаги ҳисоб-китоблар узлуксизлигини таъминлаш учун иқтисодиётда пул маблағларининг сезиларли даражада етишмаслигидир.

Юқорида келтирилган хусусий инқирозларнинг ҳар бири молия бозорининг бир сегментидаги инқирозли ҳолатни кенг қамровли молиявий инқирозга айлантирувчи механизм бўлиб хизмат қилиши мумкин. Бинобарин, валюта инқирозлари банк инқирозларини келтириб чиқариши мумкин. Валюта курсининг қатъий белгиланган режимида валюта захираларининг сезиларли даражада камайиши Марказий банкни пул массасини қисқартиришига, хусусан, пул агрегатларини камайтиришга ундаши ва бу, ўз навбатида, банк инқирозларига олиб келиши мумкин. Айни пайтда, банк инқирозлари валюта инқирозларига ҳам сабаб бўлиши мумкин. Агар инвесторларнинг банк инқирозидан қутулиб бўлмасликка ишончи комил бўлса, улар миллий валютадаги активларини хорижий валютадаги активларга алмаштириш орқали ўз портфелларини қайта кўриб чиқишлари мумкин. Агар Марказий банк муаммолар домида қолган банкларни қўллаб-қувватлаш учун банк тизимида қўшимча ликвидлиликни тақдим этса, ушбу қўшимча пуллар валюта спекуляциясини

рағбатлантириши ва валюта захираларига кучли босим ўтказиши мумкин.⁴

Шу билан бирга, фонд бозоридаги спекулятив кўпиклар банк секторига нисбатан сезиларли даражада салбий таъсирни юзага келтириши мумкин. 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, қимматли қоғозлар таклифининг кўпайиши ва шу асосда улар баҳосининг янада пасайишига олиб келади. Пировард натижада банкларнинг балансида йирик миқдордаги зарарлар ва унинг орқасидан ликвидлилик муаммолари авж олади.⁵

Молиявий инқироз, одатда, бозор иқтисодиёти қарор топаётган давлатларда (emerging markets) қуйидаги параметрлар билан тавсифланади:

– акциялар бозори капиталлашувининг 20 %дан ортиққа пасайиши;

– облигациялар ҳажмининг бозор қиймати бўйича ички ва ташқи бозорларда 15%дан ортиққа қисқариши;

– бозор фоиз ставкасининг 20%дан ортиққа ошиши;

– йиллик инфляция суръатининг 20%дан ортиққа ўсиши;

– хорижга чиқиб кетадиган капитал миқдорининг 30 %дан ортиққа кўпайиши;

– миллий валюта алмашув курсининг 15%дан ортиққа пасайиши;

– Марказий банк олтин-валюта захираларининг 20%дан ортиққа камайиши;

⁴ Kawai Masahiro, Newfarmer Richard, Schmukler Sergio, Crisis and Contagion in East Asia: Nine Lessons. – World Bank, 2003. – P.3

⁵ Вахабов А.В., Жумаев Н.Х., Хошимов Э.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози: сабаблари, хусусиятлари ва иқтисодиётга таъсирини юмшатиш йўллари. –Тошкент: Akademnashr, 2009. – Б.43.

– банк сектори депозит базасининг 10 %дан ортиққа камайиши;

– ички кредитлар ҳажмининг 10 %дан ортиққа қисқариши.

Ривожланаётган давлатларга молиявий инқирознинг тез суръатларда тарқалишининг муҳим сабабларидан бири шундаки, бирор бир ривожланаётган давлатнинг таназзулга юз тутиши занжирли реакция орқали инвесторларни мазкур мамлакатга ўхшаган (риск даражаси айнан бўлган) давлатларнинг қимматли қоғозларидан воз кечишга ундайди.

Бозор иқтисодиёти қарор топаётган давлатлар ўртасида кучли корреляцион боғлиқлик бўлиб (узок муддатли даврий ораликда корреляция коэффиценти 0,8 – 0,9 дан ошади), халқаро инвесторлар бўш пул маблағларини риск даражаси бўйича бир-бирига мос келадиган давлатлар гуруҳига ёки минтақа принципи бўйича (Марказий ва Шарқий Европа, Лотин Америкаси, Жануби-Шарқий Осиё ва шу каби) инвестиция қиладилар. Қайд этиб ўтилган давлатлар гуруҳи томонидан муомалага чиқарилган қимматли қоғозлар глобал инвесторлар томонидан молиявий риск, даромадлилик ва ликвидлилик параметрлари жиҳатидан ўхшаш бир турдаги молиявий активлар сифатида қаралади. Ушбу гуруҳдаги давлатлардан бирида молиявий танглик юзага келса, инвесторлар автоматик тарзда портфеллари таркибидан гуруҳдаги бошқа давлатлар қимматли қоғозларини ҳам чиқариб ташлашга киришади. Бунинг натижасида инвесторлар томонидан мазкур гуруҳ давлатларидаги даромадларни репатриация қилиш суръатлари ошади, капиталнинг “қочиши” авж олади ва бу ҳолатлар, ўз навбатида, миллий валюта курсининг кескин тушиб кетиши ва инфляция жараёнларининг кучайишига, пировардида эса молиявий, ижтимоий-сиёсий инқирозларнинг юзага келишига сабаб бўлади.

Бунда АҚШ, Буюк Британия, Германия ва бошқа ривожланган давлатлардаги халқаро депозитар тилхатлар

ва еврооблигациялар бозори “молиявий инфекция”⁶ механизмининг муҳим қисми бўлиб хизмат қилади. Чунки бу бозорларда инвесторлар бир гуруҳ мамлакатлар қимматли қоғозларидан бошқа давлатлар қимматли қоғозларига эркин ўтиш имкониятига эгадирлар. Чунончи 80 дан ортиқ ривожланаётган давлатларга жаҳон молия бозори капиталлашувининг 10 фоиздан ортиғи тааллуқли бўлар экан, уларнинг молиявий активлари баҳоси (акцияларга депозитар тилхатлар ва еврооблигациялар орқали) жаҳон молия марказларида (Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт ва бошқ.) аниқланади. Бу эса занжирли реакция тезлигининг нақадар юқори эканлигини ҳам кўрсатади.

Агар ривожланаётган давлатлар миллий валюталари алмашув курсини мустаҳкамлаш ва ички молия бозоридаги молиявий активлар даромадлигининг бошқа давлатларникига нисбатан юқори бўлишини таъминлаш билан биргаликда капиталлар ҳаракатини эркинлаштирадиган (норезидентларнинг ички молия бозорига эркин кириш имконияти) бўлса, юзага келиши мумкин бўлган молиявий инқироздан кўриладиган талафот шунчалик огир бўлади (1997 йилда Осиё давлатлари шундай ҳолатга тушиб қолган эди).

Шу ўринда алоҳида таъкидлаш жоизки, глобаллашув жараёнлари, капиталлар ҳисобварағининг очиқлиги, глобал инвесторлар, шу жумладан, хеджирлаш фондлари сонининг ўсиши спекулятив ҳужумлар учун шарт-шароит бўлиб хизмат қилади.

Ўз капиталига нисбатан юқори рискни зиммасига олган ҳолда валюта режимларининг “заиф томони”ни излайдиган хеджирлаш фондларининг активлари ўсиш тен-

⁶ Молиявий инфекция (financial contagion) – йирик халқаро инвесторларнинг қатор миллий бозорларда бир вақтнинг ўзида амалга оширадиган фаолиятлари сабабли молиявий тангликнинг бир мамлакатдан бошқа мамлакатга ўтишини, молия бозорларининг биринкетин таназулуга учрашини таъминловчи занжирли реакция.

денциясига эга бўлмоқда. 1993 йилда хеджирлаш фондларининг активлари 53 млрд. АҚШ долларини ташкил этган бўлса, 2003 йилга келиб қарийб 600 млрд. АҚШ долларига етган.⁷ Хеджирлаш фондлари ассоциацияси маълумотларига кўра, ҳозирги пайтда қарийб 10 мингга яқин хеджирлаш фондлари 2 трлн. АҚШ доллари миқдоридagi активлар билан фаолият юритмоқда.⁸ Hedge Fund Intelligence ташкилоти тадқиқотларининг кўрсатишича эса хеджирлаш фондлари активлари 2007 йилнинг июль ойига келиб, 2,5 трлн. АҚШ долларига етган.

Глобал инвесторлар спот, форвард битимлари ва валюта опционлари, шунингдек, тузилмали молиявий маҳсулотлар бозорларидан фойдаланиб, барқарор ва кучли бўлмаган валюталарда йирик миқдордаги қисқа позицияни эгаллаш имкониятига эга бўлмоқда.⁹

Тадқиқотлар натижалари валюта инқирозлари бўсағасида (масалан, 1997 йилда Таиландда) глобал фондлар томонидан сезиларли даражада юқори қисқа позициялар эгалланганлигини тасдиқламоқда¹⁰.

Муайян валютага спекулятив ҳужумни амалга ошириш сезиларли фоиз харажатлари билан нечоғлиқ боғлиқ бўлмасин, маълум портфель бошқарувчиси мамлакатга спекулятив ҳужумни фақатгина қуйидаги ҳолларда бошлайди: а) бошқа портфель бошқарувчилари ҳам мамлакатга спекулятив ҳужумни амалга оширишларига ишончи комил бўлса; б) маҳаллий валютанинг сезиларли даражада девальвацияга учрашига ишонса.¹¹

⁷ Implications of the Growth of Hedge Funds. – Wash.: Staff Report to the US Securities and Exchange Commission, September 2003. – P.1.

⁸ Манба: Hedge Fund Association, www.thehfa.org

⁹ Capital Flow Sustainability and Speculative Currency Attacks. – Wash.: IMF Finance & Development. December 1997.

¹⁰ Corsetti G., Pesenti P., Roubini N. The Role of Large Players in Currency Crises. – National Bureau of Economic Research, Working Paper 8303, May 2001.

¹¹ Tornell A. Common Fundamentals in the Tequila and Asian Crises. – NBER Working Paper No.7139. 1999. – P.5.

Спекулятив валюта ҳужумига мисол тариқасида курс тушишига ўйнаётган спекулянт томонидан бир ойдан юқори муддатга тузилган форвард шартномаси бўйича банк-резидентга йирик миқдордаги миллий валютани сотиш бўйича қисқа позициянинг ҳосил қилинишини келтириш мумкин.¹²

Чунки узун позиция (long position) валюта курсининг ўсиши кутилаётганда очилади, қисқа позиция (short position) эса, аксинча, курснинг пасайиши кутилаётганда очилади.

Халқаро амалиётнинг кўрсатишича, миллий валюта бўйича қисқа позициялар мамлакат ялпи ички маҳсулотининг 3 – 7 фоизигача етиши мумкин. Бунда қисқа позициянинг сезиларли қисми йирик хеджирлаш фондлари ва юқори кредит ричаглари билан ишлайдиган глобал молия муассасаларига тааллуқли бўлади.

1.2. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқироzi юзага келишининг асосий сабаблари

Ҳозирги глобал молиявий инқирознинг юзага келиш сабаблари, унинг кўлами ва бу инқироздан чиқиш йўллари борасида иқтисодчи олимларнинг қарашларида турли-туманликни кузатиш мумкин. Бироқ уларни умумий қилиб икки гуруҳга ажратса бўлади деб ҳисоблаймиз:

- а) эркин бозор тарафдорлари;
- б) давлат аралашувини қўллаб-қувватловчилар.

Таъкидлаш лозимки, глобал молиявий инқирознинг чуқурлашуви шароитида давлатнинг аралашувини қўллаб-қувватловчилар сафи кенгайиб бормоқда. Маълумки, иқтисодиётга давлат аралашувининг зарурлиги Ж.М.Кейнсинг

¹² Capital Flow Sustainability and Speculative Currency Attacks. – Wash.: IMF Finance & Development. December 1997.

“Бандлик, фоиз ва пулнинг умумий назарияси” (General Theory) асарида асослаб берилган эди.¹³

Мураккаб тузилмага эга бўлган молиявий маҳсулотларнинг етарлича тартибга солинмаслиги натижасида реал ва молиявий сектор ўртасидаги номутаносиблик кучайди ва бу, ўз навбатида, нафақат молиявий активлар бозорида, балки кўчмас мулк бозорида ҳам “кўпик”ларнинг пайдо бўлишига замин яратди. 2007 йилнинг август ойига келиб ипотека кредитлари бозоридаги кўпик “ёрилиб”, барчани ваҳимага солди. Капиталларнинг эркин ҳаракати ва молиявий глобаллашув ипотека бозоридаги тангликнинг бутун молия бозорига трансформацияланишига ва глобал тус олишига замин яратди. Шунингдек, банк тизими тартибга солиш борасидаги нуқсонлар кўзга ташланиб қолди. Бу ҳолатлар кейнсча қарашларнинг ҳали-ҳануз ўз аҳамиятини йўқотмаганлигидан далолат беради.

Ж.М.Кейнс капитализмнинг ривожланиши бирданига бартараф этиб бўлмайдиган қарама-қаршилиқлар билан юз беришини таъкидлайди ва уларнинг асосийлари сифатида ёппасига ишсизликнинг юзага келиши ва товарларга бўлган “самарали талаб”нинг етишмаслигини кўрсатиб ўтади. Самарали талабнинг етишмаслиги деганда Ж.Кейнс капитал қўйилмалар, истеъмол ва давлат харажатларини кўзда тутди.

Эркин бозор тарафдорлари фикрича, айнан давлат иқтисодиётга аралашуш орқали инқирозларга сабабчи бўлади.

Макроиқтисодий мувозанатнинг классик назарияси намояндалари (А.Смит, Д.Рикардо, А.Маршал ва бошқ.) фикрича, бозор иқтисодиёти ўзини ўзи тартибга солиш механизми орқали иқтисодий пасайиш – инқироздан ҳимоялана олади. Фоиз, меҳнат ҳақи ва баҳонинг эгилувчанлиги (мослашувчанлиги) капитал, меҳнат ресурс-

¹³ Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег // Антология экономической мысли. В 2-х томах. – М., 1992. Т.2. – С.137 – 432.

лари ва пул бозоридаги мувозанатни таъминлайди, бозор механизми эса халқ хўжалигида юзага келадиган дисбалансни (мувозанатнинг бузилиши) тўғрилаш имконига эга ва давлатнинг бу жараёнга аралашувига зарурат бўлмайди. Ўрни келганда классик назария вакилларининг бундай хулосаси асосида Ж.Б.Сэйнинг машҳур қонуни – товар таклифи талабни юзага келтириши ётишини ҳам таъкидлаш жоиз.

Монетаризм намояндалари инқирозни пул хусусиятига эга бўлган сабаблар билан тушунтирадilar. Улар бозор тизими давлат аралашувисиз макроиқтисодий барқарорлик ва иқтисодий ўсишни таъминлай олишини асослашга муваффақ бўлишган. Инқирознинг монетаристик концепцияси асосида пулнинг миқдорийлик назарияси ётади. Чунончи пулнинг миқдорийлик назариясига мувофиқ, муомаладаги пул массаси баҳолар даражасига бевосита таъсир кўрсатади. Монетарчилар фикрича, пул ишлаб чиқариш, бандлик ва баҳолар барқарорлигини белгилаб берувчи восита ҳисобланади. Бошқачароқ айтганда, пул талабни бошқариш функциясини бажаради, у орқали эса хўжалик жараёнларини бошқаради, хусусан, ишлаб чиқариш ҳажмига сезиларли таъсир кўрсатади. Шу сабабли монетарчилар фикрича, мамлакатдаги пул таклифи устидан давлат назоратини таъминлаш баҳолар барқарорлиги ва иқтисодиётнинг ўсиш суръатларини сақлаб қолишнинг асоси бўлиб хизмат қилади.

Кўпчилик иқтисодчилар иқтисодиётнинг циклик характерга эга эканлигини инқирозлар юзага келишининг асосий сабаби сифатида кўрсатадилар. Дарҳақиқат, иқтисодиёт доимо ўзгариб, тебраниб туради. Масалан, ёз жуда иссиқ келса, музқаймоққа бўлган талаб ошади ва унинг ишлаб чиқариш ҳажми кўпаяди. Бироқ бу тебранишни бизнес цикли сифатида кўриб бўлмайди. Чунки бу бир саноат тармоғидаги қисқа муддатли ўсиш, холос. Агар одамлар музқаймоқ учун кўп пул сарфласалар, уларнинг соябон сотиб олишга сарфлайдиган пуллари камаяди.

Бошқача айтганда, музқаймоқ ишлаб чиқариш ҳажми ошса, соябон ишлаб чиқариш саноатида пасайиш кузатилади. Баҳо механизми эса уларнинг қайтадан мувозанатлашувини таъминлайди.

Австрия мактаби бизнес цикли назариётчиларининг етакчиларидан ҳисобланган Ф.Хайек фикрича, талаб ва таклифнинг автоматик равишда мослашуви иқтисодий тизимга пул киритилгандагина бузилиши мумкин.¹⁴

Ҳозирги пайтда фоиз ставкаларини пасайтириш ва марказий банклар томонидан ҳукумат облигацияларини харид қилиш орқали пул массаси оширилмоқда. Бироқ банклар томонидан талаб қилинадиган фоиз ставкалари доимо ҳам мувозанатли (табиий)¹⁵ ставкага тенг бўлавермайди. Бошқача айтганда, банклар қисқа муддатли даврий ораликда иқтисодиётни табиий ставкага нисбатан пастроқ фоиз ставкасини сўраш орқали рағбатлантиришлари мумкин. Бу “нотўғри” сигнал инвестиция ва истеъмолнинг ошишига ва аксинча жамғармаларнинг қисқаришига сабаб бўлади. Албатта, банклар бундай паст ставкаларда узоқ вақт қарз бера олмайди, натижада банкларнинг кредитлаш амалиёти қисқаради, иқтисодиётдаги мувозанат бузилади, ҳатто айрим банклар қарзларнинг қайтмаслиги оқибатида банкротликка юз тутаяди, пировардида иқтисодий ўсиш кўрсаткичларининг пасайиши юз беради.

А.Гринспен ва ҳозирда Б.Бернанке бошчилигида АҚШ ФЗТ томонидан амалга оширилган монетар сиёсат паст сифатли кредитлар (сабпрайм – subprime) ҳажмининг ошишини ва бундай кредитларни молиялаштиришга хизмат қилувчи мураккаб молиявий маҳсулотларнинг ривожланишини рағбатлантирди.

¹⁴ Hayek, F. Prices and production, Ludwin von Mises Institute, Auburn, 2008 // www.mises.org

¹⁵ Табиий ёки мувозанатли ставка тушунчаси швед иқтисодчиси Knut Wicksell томонидан киритилган бўлиб, талаб ва таклиф асосида шаклланган пул баҳосини ифодалаш учун қўлланилади.

Энди 2008 йилда авж олган, чуқурлашиб глобал тус олган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг юзага келиш сабабларига батафсил тўхталамиз. Бу борада Ўзбекистон Республикаси Президенти Ислон Каримовнинг “Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари” номли асаридаги қуйидаги фикрларни келтириш ўринлидир: “Ҳеч кимга сир эмаски, бугун кенг кўламда тарқалиб бораётган жаҳон молиявий инқирозининг асосий сабабларидан бири – бу банклар ликвидлиги, яъни тўлов қобилиятининг заифлиги билан боғлиқ муаммонинг кескинлашуви, кредит бозоридаги танглик, содда қилиб айтганда, пул маблағларининг етишмаслиги билан изоҳланади”.¹⁶

Дарҳақиқат, халқаро банк ликвидлиги муаммоларининг кескинлашуви АҚШ ипотека кредитлари бозоридаги тангликнинг бутун молия секторига тарқалишига, сўнгра иқтисодиётнинг реал секторига таъсир этиш орқали иқтисодий инқирозга айланишига сабаб бўлди.

Фикримизча, ушбу инқирознинг илдизларини АҚШнинг йирик миқдордаги жорий операциялар дефицити (10 йил мобайнида ЯИМнинг 5 фоизи атрофида) ва керагидан ортиқ ташқи қарздорлик; ортиқча ликвидлилик ва кредитларни юзага келтирган паст фоиз ставкалари; паст даромадли аҳолига ипотека кредитларини бериш кўламини оширишга нисбатан АҚШ ҳукумати томонидан ўтказилган босим; нобанк молия ташкилотлари устидан етарлича назорат амалга оширилмаганлиги кабилардан излаш мақсадга мувофиқ саналади.

XXI асрнинг бошларидан ҳозирги кунга қадар АҚШда жамғармаларнинг паст даражада қолиши ортиқча жорий операциялар дефицитининг юзага келишига олиб келди. Бу дефицит АҚШ ҳукумати, корпорациялари ва уй

¹⁶ Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари. – Тошкент: Ўзбекистон, 2009. – Б.8.

хўжаликлари томонидан жалб қилинган қарз маблағлари ҳисобидан молиялаштирилди. Аксарият ҳолларда қарз маблағлари Осиё давлатларидан жалб этилди, хусусан, Хитой 1 трлн. АҚШ доллари миқдоридagi АҚШ қимматли қоғозларига инвестиция киритган. Бу эса, ўз навбатида, АҚШ ташқи қарзининг ошиб кетишига сабаб бўлди. Айни пайтда, АҚШ фуқаролари, корпорациялари ва давлат қарзи ЯИМнинг қарийб 300 фоизини ташкил этади.

2002 йилдан бошлаб дот-ком инқирозига (dot-com crisis) жавобан АҚШ ФЭТ инвестициялар ва иқтисодий ўсишни рағбатлантириш мақсадида “юмшоқ” пул-кредит сиёсатини (Ж.Кейнснинг арзон пуллар концепцияси) амалга оширди ва фоиз ставкаларини сезиларли даражада пасайтирди. Бу эса ортиқча банк ликвидлиги ва банкларнинг кредитлаш операциялари ҳажмининг ортишига олиб келди.

1999 йилда АҚШ ҳукумати давлат ҳомийлиги остидаги корхоналарга (Fannie Mae and Freddie Mac) босим ўтказди, яъни уларни ипотека кредитлари шартларини енгиллаштириш ва паст даромадли АҚШ фуқароларига бериладиган ипотека кредитлари ҳажмини оширишга чақиради. Бу ерда албатта Федерал уй-жой маъмурияти (Federal Housing Administration), Ҳукумат миллий ипотека ассоциацияси (Government National Mortgage Association – Ginnie Mae) ва Федерал уй-жой ва шаҳар тараққиёти бошқармасининг (The department of Housing and Urban Development) ҳам ўз ўрни бор.

1996 йилда АҚШда Федерал уй-жой ва шаҳар тараққиёти бошқармаси Fannie Mae ва Freddie Macга ипотекани молиялаштириш учун мақсадли мўлжал – таргетни белгилаб беради. Унга мувофиқ, Fannie Mae ва Freddie Mac томонидан молиялаштириладиган ипотека кредитларининг 42 фоизи ҳудуддаги ўртача даромаддан паст даромадли қарздорларга ажратилиши лозим эди. Бу мақсадли мўлжал 2000 йилда 50 фоизга, 2005 йилда эса 52 фоизга оширилди. Бундан ташқари, 1996 йилда Феде-

рал 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 бўлган даромадга 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.¹⁷

Қизиғи шундаки, капиталистик давлат намунаси бўлган АҚШда ҳам давлат социал мақсадларда ипотека кредитлари бозорига маъмурий тарзда аралашган ва бу охиروقибатда сифатсиз кредитлар ҳажмининг ортишига сабаб бўлган.

1999 йилга келиб Глэсс-Стигел қонунининг бекор қилиниши АҚШ тижорат банкларига инвестиция банки функциясини бажариш имконини берди, бу, ўз навбатида, рискли андеррайтинг, қимматли қоғозлар савдоси, беқарор кредит амалиётларининг ривожланишига олиб келди.

Хўш, Глэсс-Стигел қонуни қандай мақсадларни кўзлар эди?

Албатта, АҚШда мазкур қонуннинг қабул қилиниши Буюк депрессия билан чамбарчас боғлиқ. 1933 йилга қадар инвестицион ва тижорат банк фаолияти бир муассаса томонидан амалга оширилар эди. Инвестиция ва тижорат банк фаолиятининг бирлашуви турли манфаатлар тўқнашувига сабаб бўлди, яъни тижорат банклари инвестицион фаолияти орқали пенсия фондлари, ҳатто жисмоний шахсларнинг инвестиция портфелини бошқаришга ихтисослашгани боис юқори рискли, бозори чаққон бўлмаган қимматли қоғозларни траст фондларига сотишни кўзлар эди. Бундан кўринадики, тижорат банкларининг инвестиция фаолиятидан кўриладиган даромадлари траст фондлари ҳисобидан амалга оширилмоқда. Агар

¹⁷ Schwartz A.J. Origins of Financial market Crisis of 2008 // www.federalreserve.com

юқори рискли қимматли қоғозлар тижорат банклари томонидан сотиб олинадиган бўлса, банкнинг банкрот бўлиш рискнинг юқорилиги депозиторларнинг қарорларига салбий таъсир қилиши мумкин.

1930 – 1933 йиллардаги банк инқирозларидан сўнг манфаатлар тўқнашуви низосини бартараф этиш, соғлом ва барқарор банк тизимини қўллаб-қувватлашга нисбатан сиёсий босим ортди. Бунга жавобан 1933 йилда АҚШ Конгресси томонидан Глэсс-Стигел деб номланувчи банк қонуни қабул қилинди. Бу қонунга мувофиқ, тижорат банклари фаолияти қимматли қоғозлар саноатидан ажратилди. Инвестиция банкларининг тижорат банк фаолияти билан шуғулланиши қонуний жиҳатдан тақиқлаб қўйилди. Шунингдек, тижорат банкларининг андеррайтинг фаолияти ҳамда корпоратив қимматли қоғозлар билан шуғулланишига чек қўйилди.

Шундай қилиб банкларга маълум муддат вақт берилиб, уларга инвестицион банк фаолиятини давом эттириш ёки ундан воз кечишга имконият берилди. 1929 – 1933 йиллар мобайнида қарийб 200 та тижорат банки инвестицион-банк фаолиятидан воз кечди.¹⁸

1999 йилга келиб молиявий модернизациялаш бўйича Грэмма-Лич-Блайли қонуни қабул қилингач, тижорат банкларига суғурта фаолияти ва қимматли қоғозлар билан шуғулланадиган шўъба корхоналарини очишга рухсат берилди. Ушбу қонун 2000 йилнинг март ойидан кучга кирган бўлиб, шу пайтдан бошлаб АҚШ тижорат банклари юридик мақоми “инвестицион-банк холдинг компанияси” (investment bank holding company) бўлгани ҳолда “универсал тижорат мажмуалари”¹⁹га айлана бошладилар. 2000 йилнинг май ойига келиб АҚШда 270 та мил-

¹⁸ Shughart, W.F. A Public Choice Perspective of the Banking Act of 1933 / Cato Journal, 1988. Vol.7. No.3. – P.606.

¹⁹ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития: Дисс... док. эконом. наук. – М., 2000. – С.179.

лий банклар ва 17 та хорижий банк инвестицион-банк холдинг компанияси сифатида қайтадан ташкил этилди (1-иловага қаранг).

Ажабланарлиси шундаки, Буюк депрессиядан сўнг қабул қилинган Глэсс-Стигел қонуни 1999 йилга келиб Клинтон маъмурияти даврида бекор қилинди ва 2008 йилдаги глобал молиявий инқирозга дебоча ясади.

АҚШ ипотека кредитлари бозоридаги инқирознинг бутун дунё молия бозорига шиддат билан ёйилишида молиявий глобаллашувнинг ҳам муҳим ўрни бор. Бинобарин, замонавий технологиялар (Свифт, Интернет-банкинг) ва капиталлар ҳаракатининг эркинлаштирилиши боис дунёда ҳақиқатан “ягона” банк тизими шаклланди. Натижада бир мамлакатдан бошқа мамлакатга кўчаётган қисқа муддатли капиталлар ҳажми савдо, реал сектордаги инновациялар учун талаб қилинадиган суммадан қарийб ўн баравардан зиёдга кўпайди. Айнан шунинг асосида молиявий инқирозларни мамлакатдан мамлакатга кўчириш механизми шаклланди.

Халқаро фонд биржалари ассоциацияси тадқиқотлари кўрсатишича, миллий фонд биржаларида акциялари котировка қилинадиган хорижий корпорациялар сони ва, ўз навбатида, уларнинг акциялари бўйича савдолар ҳажми 2007 йилнинг якунига келиб 1995 йилга нисбатан 6,6 мартага ошган.²⁰

Бундан ташқари, халқаро кредитлар ва инвестициялар соҳасида глобаллашув жараёнларининг жадаллашuvi кузатилган. Хусусан, юқори даромадли мамлакатларда қимматли қоғозлар бозори капиталлашувининг ўртача даражаси ЯИМга нисбатан қарийб 125%ни ташкил этгани ҳолда, банк сектори томонидан ажратилган ички кредитлар ЯИМнинг 220 фоизидан ошади.²¹

²⁰ www.world-exchanges.org сайти маълумотлари.

²¹ World Development Indicators, 2007: [http:// devdata.worldbank.org/ dataonline/](http://devdata.worldbank.org/dataonline/)

Айни пайтда, АҚШ ва Европанинг қатор давлатларида мамлакат молия сектори жозибадорлигини ошириш мақсадида тартибга солиш билан боғлиқ миллий талаблар енгиллаштирилди ва бу, охир-оқибат, молия бозоридаги рискларнинг ҳаддан зиёд ошиб кетишига замин яратди. Натижада банклар ва молиявий конгломератлар фаолияти кўламининг кенгайиши шароитида миллий тартибга солиш органлари томонидан амалга оширилаётган чоралар, ички тартибга солувчи органлар етарлича ахборот ва кўникмаларга эга бўлиши, самарали назоратни қўллаш олишига қарамасдан, аста-секин ўз моҳиятини йўқотмоқда.²²

Глобаллашув натижасида ривожланаётган давлатлар ўртасида ўзаро ва ривожланган саноат мамлакатлари молия бозорлари билан кучли боғлиқлик юзага келди. Биргина Россия мисолида 1995 – 2007 йиллар мобайнида Россия фонд бозори индекслари ва ривожланган мамлакатлар фонд бозори ўртасидаги корреляция коэффициенти 0,66 ни, BRIC (Бразилия, Россия, Ҳиндистон, Хитой) бозори билан эса 0,93 ни; бозор иқтисодиёти қарор топаётган давлатлар бозори билан – 0,88 ни; Европанинг ривожланаётган давлатлари бозорлари билан – 0,97 ни ва жаҳон бозори билан 0,73 ни ташкил этди.

Жаҳон фонд бозорлари капиталлашувининг қарийб 40 фоизи АҚШнинг ҳиссасига тўғри келмоқда,²³ бу эса унинг жаҳон фонд бозоридаги етакчилигини ва ривожланаётган давлатлар фонд бозорларига таъсир даражасининг нақадар юқорилигини кўрсатади. Йигирмадан ортиқ ривожланган мамлакатлардан еттитасига (Буюк Британия, Германия, Италия, Канада, АҚШ, Франция, Япония) жаҳон фонд бозори капиталлашувининг қарийб 85 фоизи

²² Prati A., Garry J. Financial stability in European economic and monetary union. International finance section. 1999.

²³ Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – С.51.

тўғри келмоқда, 83 тадан ортиқ ривожланаётган давлат фонд бозорининг жаҳон фонд бозори капиталлашувидаги салмоғи 5 – 7 фоиздан ошади, холос. Ушбу номувофиқлик натижасида ривожланган бозорлардаги пасайиш ривожланаётган давлатлар фонд бозорида инқироз ҳолатларининг авж олишига олиб келмоқда.

Айни пайтда, молия муассасаларининг спекулятив манфаатлари жаҳон иқтисодиёти талабларини инobatга олмайди. Бошқачароқ айтганда, трансмиллий банкларнинг спекулятив ресурслари нефть излаб топиш, технологияларни такомиллаштириш каби реал сектор мақсадларида эмас, балки индексларга бўлган виртуал ўйинлардан юқори даромад олишга йўналтирилмоқда.

Бундан ташқари, қатор иқтисодчилар глобал молиявий инқироз сабабларини жаҳон молиявий архитектурасидан, халқаро молия муассасалари фаолиятидаги камчиликлардан, қолаверса, жаҳон валюта тизимидан ҳам қидирмоқдалар. Уларнинг фикрича, амалдаги глобал молиявий архитектура барча дунё мамлакатларининг манфаатларига бирдек хизмат қилмайди. Хусусан, ХВФ, ЖБ, ЕТТБ, ЖСТ каби ташкилотлар доимо ҳам уларни ташкил этишда белгиланган принциплар ва шартларга риоя этишмаган, уставида белгиланган функцияларни рисоладагидек бажаришмаган, бунинг устига, муайян мамлакатлар манфаатлари учун ишлаш ҳолатлари ҳам кузатилган.

XX асрнинг 70-йилларига келиб Бреттон-Вудс валюта тизими бекор қилинган, валюталар ҳосилалари (деривативлари) билан бирга ўзларининг олтин асосидан ва таъминотидан узилиб қолди. Монетаристик ғоялар (М.Фридмен ва б.) асосига қурилган Ямайка валюта тизими молия муассасаларига пулни босиш дастгоҳидан максимал даражада фойдаланиш, валюта деривативлари, электрон пулларни ташкил қилиш, сохта капитал ҳисобига йирик миқдордаги таъминланмаган қимматли қоғозларни жаҳон молия тизимига киритиш имконини берди. Натижада жаҳон молия тизимида қоғоз пирамидаси, “молия-

вий кўпик" шаклланди. Ўз-ўзидан молия сектори ва иқтисодиётнинг реал сектори ўртасидаги мувозанат бузилди, яъни узилиш юз берди. Жаҳон молия тизимида муомалада бўлган молиявий инструментларнинг умумий қиймати жаҳон ялпи ички маҳсулотидан 10 бараварга ошди.

2008 йилдаги глобал молиявий инқирознинг муҳим хусусиятларидан бири шундаки, у инновацион характерга эга. Яъни унинг келиб чиқишида мураккаб тузилмали инновацион молиявий маҳсулотларнинг ривожланиши ва уларни тартибга солишнинг самарали тизими шаклланмаганлиги муҳим роль ўйнаган.

Айниқса, банк секториде секьюритизациялаш жараёнларининг кўлами янада кенгайиб кетди. Айни пайтда, бу амалиёт тижорат банкларига арзон ресурсларни жалб қилиш, кредит рискинни трансформациялаш, ликвидлиликини бошқариш ва юқори фойда олиш каби имкониятларни берди.

Умуман олганда, фикримизча, секьюритизациялашнинг асосий функциялари сифатида қуйидагиларни келтириш мумкин:

– биринчидан, секьюритизациялаш жалб қилинган депозитлар қиймати ва активлар асосида муомалага чиқарилган молиявий инструментлар фоиз ставкалари миқдори ўртасидаги боғлиқликнинг олдини олиш имконини беради. Шундай қилиб, секьюритизациялашнинг бош функцияси қайта молиялаш ва қимматли қоғозларга инвестициялашни оптималлаштириш ҳисобланади;

– иккинчидан, секьюритизациялашнинг муҳим функцияларидан бири – бу банк ликвидлигини бошқариш функцияси ҳисобланади, чунки секьюритизациялашда ссудалар банк балансидан чиқарилади ва капиталга бўлган талабни енгиллаштириб, банкнинг ликвидлилик кўрсаткичларини яхшилади;

– учинчидан, ссудалар бўйича мажбуриятларни сотиш орқали банк кредит рискиннинг маълум қисмини инвесторга ўтказди. Инвесторлар пул маблағларини секьюритиза-

цияланган активларга жойлаштириш орқали анъанавий қимматли қоғозларга инвестиция қилишдан кўра пастроқ рискни зиммаларига оладилар. Инчунин, ипотека активлари таъминланган ва диверсификацияланган;

– тўртинчидан, секьюритизациялаш банкка банк операциялари даромадлигини ошириш ва қарз жалб қилиш харажатларини камайтириш орқали қўшимча фойда олиш имконини беради. Даставвал банклар активларини узоқ муддатли қимматли қоғозларга айлантириш орқали арзонроқ ва узоқ муддатли ресурсларни жалб этиш имкониятига эга бўлади. Ипотека қимматли қоғозлари паст рискли қимматли қоғозлар категориясига тааллуқли бўлгани боис улар бўйича купон ставкаси, одатда, юқори бўлмайди. У ҳатто банклараро кредит ставкасидан ҳам паст бўлиши мумкин;

– бешинчидан, секьюритизациялаш узоқ муддатли арзон ресурсларни жалб этиш имконига эга бўлмаган, шунингдек, ўз балансида сезиларли даражада юқори активларни сақлаб тура олмайдиган кичик банкларнинг муаммоларини ҳал қилишга ёрдам беради. Кичик банклар йирик банкларга ипотека кредитларини пакетлаб сотадилар. Йирик банклар эса, ўз навбатида, ўз балансида ипотека активлари жамлаб, сўнгра улар асосида ипотека қимматли қоғозларини муомалага чиқарадилар.

2005 – 2007 йилларда молиявий кўпиклар тез суръатларда кўпая бошлади, кредит рискни трансформациялаш кўламлари ортди, хусусан, молиявий инновациялар ипотека кредитлари рискнинг CDOs (Collateralised Debt Obligations – таъминланган қарз мажбуриятлари) деб аталмиш тузилмалар маҳсулотлар ёрдамида бошқа бозор иштирокчиларига ўтказилишини таъминлади. Риск трансферининг бу янги шакли қатор афзалликларга эга бўлсада, ушбу молиявий инженеринг, ўз навбатида, янги рискларни ҳам юзага келтирди. Бу янги рискларни ўз вақтида пайқамаслик ва бошқармаслик молиявий инқирозни рағбатлантирган сабаблардан бирига айланди.

Яна бир муҳим масала – деривативларни, айниқса, ипотека кредитларига асосланган қимматли қоғозларни (mortgage-backed securities – MBSs) баҳолаш билан боғлиқ эди. Ипотека кредитларига асосланган қимматли қоғозлар таъминоти ипотека кредитлари жамланмаси (pool) бўлгани боис бундай қимматли қоғозларнинг баҳоси кредит жамланмасидан келиб чиқиши кўзда тутилди. Бироқ жамланмадаги кредитлар турли ассортиментда бўлиб, сифат жиҳатидан бир-биридан фарқ қилар эди. Бу мураккаб масалани ҳал этишда рейтинг агентликларига таянилди. Рейтинг агентликлари эса мураккаб қимматли қоғозларга, унинг асосида ётган кредит жамланмасидаги кредитларни индивидуал тарзда ўрганмасдан туриб, рейтинг бердилар. Чунки мураккаб тузилмали инновацион молиявий маҳсулотларни баҳолаш бўйича рейтинг агентликларининг махсус методологияси йўқ эди. АҚШнинг энг катта иқтисодиётга эга эканлиги ва ликвидлилиги, резерв валютани эмиссия қилиши каби омиллар унинг ҳолис рейтингга эга бўлмаган (аксарият ҳолларда ААА) ипотека қимматли қоғозларининг харидоргир бўлиб кетишини таъминлади.

Ҳозирги жаҳон молиявий инқирози амалдаги институционал механизмнинг молиявий инновацияларнинг ривожланиш суръатларига мослаша олмаганлигини ҳам кўрсатди. Бошқачароқ айтганда, глобал молиявий инқирознинг институционал омиллари сифатида қуйидагиларни алоҳида ажратиб кўрсатиш мумкин:

– *молиявий муассасалар*: риск ва ликвидлилики бошқариш механизмнинг заифлиги, молиявий муассасаларнинг бошқаруви ва кенгашлари томонидан рискни бошқаришга масъулият билан ёндашмаганликлари, рискни бошқариш моделларининг мураккаб молиявий маҳсулотларнинг хусусиятларини ўзида мужассамлаштирмаганлиги;

– *рейтинг агентликлари ва ташқи аудиторлар*: уларнинг моделлари ва баҳолаш методлари молиявий

инновацияларга оид молиявий рискларни етарли даражада баҳолаш имкониятини бермади;

– *тартибга солувчи органлар*: молиявий барқарорлик даврларида молиявий инновацияларни самарали тартибга солиш қоидалари, меъёрлари ва мезонлари ишлаб чиқилмади, ипотека қимматли қоғозлари ва бошқа инновацион мураккаб тузилмали молиявий маҳсулотларни самарали мониторинг қилиш тизими шакллантирилмади.

Шунингдек, фикримизча, АҚШда уй-жой харид қилишга бўлган талабнинг кескин ошиши негизида ётган омилларни ҳам эътибордан четда қолдирмаслик лозим. Янги уй-жой харидорларини жалб этиш ва уй-жойга бўлган талабни рағбатлантириш мақсадида қатор банклар тўловга лаёқатсиз бўлган харидорларга ҳам ипотека кредитларини тақдим этишди. Бинобарин, уй-жой баҳосининг мутасил ошиши ва шунинг ҳисобига кредитларни қоплашга уларнинг ишончи комил эди.

2008 йилнинг охирларига келиб барча ипотека кредитларининг қарийб 30 фоизини сабпрайм кредитлар ташкил этди. Бундан ташқари, ипотека кредитларини тақдим этувчи кредит муассасалари ўзларининг кредит бериш стандартларини соддалаштирдилар ва “NINJA” кредитларини йўлга қўйишди. “NINJA” (**No Income, No Job or Assets**) кредитлари “даромадсиз, ишсиз ёки активларсиз” мижозларга бериладиган кредитлардир. Ушбу кредитларни беришда мижоз даромадларининг тасдиқланиши ҳам талаб этилмайди, яъни мижоз даромадларини қанча кўрсатса, шундайлигича маълумот учун қабул қилинади.

Уй-жойга бўлган талабнинг ортиши уй баҳосининг кескин кўтарилишига сабаб бўлди. Уй хўжалиқларининг қарзи 2000 йилнинг охиридаги 7,4 трлн. АҚШ долларидан 2008 йилнинг ўрталарига келиб 14,5 трлн. АҚШ долларига ўсди. Мазкур ҳолатлар, ўз навбатида, уй-жой кредитлари, уй-жой қурилиши ҳажмининг сезиларли даражада ошишига замин ҳозирлади.

Маълумки, ипотека қимматли қоғозларини уларни муомалага чиқарган эмитентга мувофиқ тарзда "кредитор қимматли қоғозлари" ва "агент қимматли қоғозлари"га бўлиш мумкин. Бевосита ипотека кредитини берган кредит ташкилоти кредитор қимматли қоғозининг эмитенти ҳисобланади (бу модел асосан Европада қўлланилади). Бу ҳолатда қимматли қоғоз кредиторнинг балансида қолади ва кредитор кредит rischi ҳамда муддатидан олдин сўндириш riskини ўз зиммасига олади. Бундай қимматли қоғозларнинг сифати кредиторнинг таъминоти ва молиявий ҳолатига бевосита боғлиқ бўлади.

Воситачи, агент, махсус лойиҳа компанияси эса агент қимматли қоғозларининг эмитенти ҳисобланади. Бу моделда қимматли қоғозлар кредиторнинг балансида ташқарига олинади, кредит rischi ва муддатидан олдин сўндириш riskи инвесторнинг зиммасига тушади. Агент қимматли қоғозларининг сифати қимматли қоғозларнинг таъминоти ва таркибий тузилишига боғлиқ бўлади.

Европа ипотека федерациясининг маълумотларига кўра, 2007 йилнинг охирига келиб ажратилган барча ипотека кредитларининг атиги 4 фоизи агент қимматли қоғозларини муомалага чиқариш орқали молиялаштирилган. Айни пайтда, АҚШда бу кўрсаткич тегишли давр учун қарийб 90 фоизни ташкил қилган.

Европа Иттифоқи давлатлари ва АҚШ миллий қонунчилиги ипотека қимматли қоғозларининг турлари ва эмитентлари борасидаги турли-туманликни белгилашга хизмат қилади (3-жадвалга қаранг).

Европа Иттифоқида ўз қимматли қоғозларини муомалага чиқариш орқали амалга ошириладиган секьюритизациялаш жараёнининг асосий иштирокчилари турли кредит муассасалари ҳисобланган бўлса, АҚШда бу соҳада етакчи ролни инвестиция банклари ўйнаган. Бундан ташқари, Европа Иттифоқи давлатларида ипотека кредитлари ва қимматли қоғозлари бозорини ҳукумат томонидан қўллаб-қувватлаш сиёсати амалга оширилмаган. Айни

3-жадвал

Европа Иттифоқи ва АҚШда ипотека қимматли қозғаларининг эмитенти ва турлари

Мамлакат	Ипотека қимматли қозғаларининг турлари	Ипотека қимматли қозғаларининг эмитент
Германия	ипотека облигациялари	– хусусий ипотека банклари; – Давлат ҳудудий (ер) банклари
Испания	– ипотека уй-жой облигациялари; – давлат ипотека облигациялари	Испания банкининг рухсат-номасига эга бўлган исталган кредит муассасаси
Франция, Люксембург, Финляндия	ипотека облигациялари	ихтисослашган кредит муассасалари
Дания	ипотека облигациялари	фақат ипотека кредитларини ажратиш билан шуғулланувчи ипотека банклари
Швеция	ипотека облигациялари	масъулияти чекланган ихтисос-лашган ипотека компаниялари
Австрия	ипотека облигациялари	ихтисослашган банклар
Швейцария	ипотека облигациялари	хусусий акциядорлик жамиятлари
АҚШ	ипотека қимматли қозғалари ва унинг тузилмавий кўринишлари	– Федерал миллий ипотека ассоциацияси (FNMA); – Федерал уй-жой ипотека кредитлари корпорацияси (FNLMS); – Давлат миллий ипотека ассоциацияси (GNMA); – уй-жой курилишини кредитлаш бўйича федерал банклар (Federal Home Loan Banks)

пайтда, АҚШда ипотека кредитлари бозори давлат томонидан турли федерал муассасалар орқали рағбатлантирилган (3-жадвалга қаранг).

АҚШ ипотека инқирозининг чуқур илдизларидан бири 2001 – 2007 йилларда ностандарт кредитлар ҳажмининг ўсиш тенденциясига эга бўлганлиги ҳисобланади. АҚШ ипотека муассасалари томонидан ажратилган юқори рискли ипотека кредитларини қуйидагича гуруҳлаш мумкин:

– биринчи гуруҳ (subprime): ёмон кредит тарихига эга қарз олувчиларга берилган кредитлар бўлиб, барча ипотека кредитларининг 20 фоизини ташкил қилган, кредитларнинг ўзи эса ипотека кредитининг анъанавий стандартларига мос келмайди (LTV 70% дан ошмайди, РТІ 34% дан ошмайди, барча маълумотлар расмий тасдиқланган);

– иккинчи гуруҳ (Alt-A): даромадлари ҳужжат билан тасдиқланмаган, активларга эга бўлган қарз олувчиларга ажратилган кредитлардир (берилган ипотека кредитларининг 20%), кредитларнинг ўзи ипотека кредитининг анъанавий стандартларига мос келмайди.

Бу ерда LTV – кредитнинг таъминоти етарлилигини баҳолаш коэффиценти бўлиб, қуйидагича аниқланади:

$$LTV = K/G < 70 - 80\%$$

К – кредит суммаси;

Г – гаровга қўйилган мол-мулк қиймати: кўчмас мулкнинг сотилган баҳоси ёки кўчмас мулкнинг мустақил баҳоловчилар томонидан баҳоланган қиймати.

РТІ эса уй-жой бўйича тўловларнинг қарз олувчи даромадларига нисбати коэффиценти бўлиб, қуйидагича аниқланади:

$$PTI = UX/D < 30 - 35\%$$

UX – ойлик уй-жой харажатлари суммаси:

– кредит бўйича ойлик тўлов;

– мулк солиғи бўйича ойлик тўлов;

– кўчмас мулк ва қарз олувчи ҳаётини суғурталаш бўйича ойлик тўлов;

– бошқа уй-жой харажатлари (уйга тўловлар, коммунал хизматлар ва бошқ.).

Д – қарз олувчининг ойлик ялпи даромади (даромад солиғини чегириб ташлаган ҳолда):

– меҳнат ҳақи;

– мукофотлар, комисион тўловлар;

– дивидендлар ва фоизлар;

– бошқа даромадлар (ижара тўловлари, пенсия тўловлари ва бошқ.).

Ностандарт кредитлар бозори муаммосининг илдишларини ўтган асрнинг 90-йиллари ўрталаридан излаш мақсадга мувофиқ. Чунки шу даврдан бошлаб ипотека кредитларини берувчилар (кредиторлар) қарз олувчиларга талабларни сусайтирдилар. Бундай кредитлар бўйича фоиз ставкалари бир оз юқори бўлса-да, “ностандарт” қарз олувчиларнинг кредит олиш имкониятини оширишга хизмат қилди.

Ушбу кредитлар турли шакллари, хусусан, олдиндан тўловларсиз кредитлар, имтиёзли даврга эга бўлган кредитлар (фақат фоиз тўловлари амалга оширилади) кенг тарқалди. Бу ҳолатлар пировардида қарз олувчиларнинг уй-жой сотиб олиш имкониятини оширди. АҚШда 2004 йилга келиб ўз уйига эга бўлганлар салмоғи 69 фоизга (тарихда илк бор) етди.

Ипотека кредитлари бўйича рискларнинг ҳаддан зиёд ортиб бориши, ўз навбатида, дефолтлар сонининг кўпайишига олиб келди. Ипотека кредитларининг сезиларли даражада юқори қисми Америка ипотека қимматли қоғозларини муомалага чиқариш орқали молиялаштирилганлиги боис ностандарт кредитлар бўйича дефолтлар сонининг ортиши миллий ва халқаро молия бозоридаги инвесторларга салбий таъсир кўрсатди.

Дефолтлар сонининг ортиши оқибатида янги қурилган уйлар ва иккиламчи бозордаги уйлар сотуви қисқарди. Ностандарт кредит эгалари қийин ҳолатга тушиб қолди, яъни ипотека кредити бўйича қарздорлик ипотекага олин-

ган уйнинг амалдаги баҳосидан ошиб кетди. 2007 йилнинг охирига келиб ностандарт кредитлар бўйича қарз олувчиларнинг 17 фоизи ўзларининг кредитлари бўйича тўловларни тўхтатишга мажбур бўлишди.

АҚШ ипотека кредитлари бозори инструментларидан бири – бу ўзгарувчан ставкали ипотека кредитлари (Adjustable-Rate Mortgages – ARM) бўлиб, улар бўйича фоиз ставкаси қатъий белгиланмагани ҳолда, унинг ўзгариш қоидалари кредит шартномасида белгилаб қўйилади. Ўзгарувчан фоиз ставкали кредитлар ҳозирда янгилик эмас, анъанавий тарзда улар «LIBOR + маржа» кўринишида бўлади. Бироқ ностандарт кредитлар учун фоиз ставкаларининг ўзгариши қуйидаги график бўйича белгиланган: бир неча йил паст фоиз ставкалари, сўнгра эса LIBORга боғланган ўзгарувчан фоиз ставкаси. Шунингдек, ўзгарувчан ставкали ипотека кредитлари бир ёки икки йилга жуда паст ставкаларда (teaser rate), кейин эса бозор ставкасидан ҳам юқори ўзгарувчан ставкаларда ҳам тақдим этилди.

Бундан ташқари, Alt-A ипотека кредитлари (тасдиқланмаган ҳужжатлар асосида бериладиган кредитлар – podoc кредитлари) биринчи синф қарз олувчиларига (уларнинг FICO кредит скоринги 600 дан ортиқ бўлган) ажратилган бўлиб, улардан кўп ҳужжатлар талаб этилмайди, бироқ вақт ўтиши билан маълум бўлдики, қарз олувчиларнинг барчаси ҳам биринчи синфга доир бўлиб чиқмади.

Alt-A ипотека кредитлари бозорида LTV коэффициентининг ўртача даражаси 2002 йилдаги 76 фоиздан 2006 йилга келиб 80 фоизга ошди. Ностандарт сабпрайм кредитлари бозорида эса LTV коэффициенти 2002 йилда 80,7 фоиздан 2006 йилда 85,5 фоизга ошди.

Нью-Йорк Федерал захира банкнинг тадқиқотлари кўрсатишича, 1999 – 2006 йилда берилган ностандарт ипотека кредитларининг ярмидан кўпи уй-жой сотиб олиш учун эмас, балки бошқа мақсадларда ишлатилган. Чунки қарз олувчилар ипотека кредитлари бўйича даромад со-

лиғидан имтиёзларга эга бўлган, истеъмол кредитлари бўйича эса имтиёзлар берилмаган. Бу ҳолат ипотека кредитларидан мақсадсиз фойдаланиш амалиётининг кенгайишига замин яратган.

Шундай қилиб, АҚШ ипотека инқирозининг умумий сабаблари сифатида қуйидагиларни келтириш мумкин:

- ностандарт кредитлар ҳажмининг ортиши;
- молиявий рецессия шароитида юқори рискли (ишончсиз) қарз олувчилар ўртасида кредитни қайтармаслик ҳолатлари сонининг ортиши;
- кўчмас мулкка инвестиция қилиш мақсадида олинган ипотека кредитлари ҳажмининг ўсиши;
- кўчмас мулк баҳосининг пасайиши ва ипотека кредитлари гаров таъминотининг ёмонлашуви;
- кредиторлар томонидан ностандарт кредитларга бўлган ўсаётган талабни қондириш мақсадида қисқа муддатли юқори даромадли ипотека қимматли қоғозларини муомалага чиқариш орқали молиявий ресурсларнинг шакллантирилиши;
- Fannie Mae ва Freddie Macнинг ностандарт кредитлар бозорини рағбатлантиришдаги фаоллиги;
- ностандарт ипотека қимматли қоғозлари жозибадорлигининг пасайиши;
- рейтинг агентликлари томонидан ностандарт кредитлар рискининг паст баҳоланиши ва бундай кредитлар билан таъминланган қимматли қоғозларга юқори рейтинг берилиши.

Умуман олганда, АҚШдаги молиявий инқироз ички экспансион сиёсат ва халқаро эркинлаштириш, шунингдек, тартибга солинмаган мураккаб дериватив қимматли қоғозлар, тузилмали инвестиция воситалари каби молиявий инновациялардан рағбат олган ҳолда шаклланди.

1.3. Глобал молиявий инқирознинг ривожланиш тенденциялари

Глобал молиявий инқироз ҳозирги кунда ҳаммани ҳайратга солаётган бўлса-да, XX асрнинг 70-йилларидан буён инқирозли ҳолатларнинг юз бериши оддий ҳодисага айланиб қолди. Қатор иқтисодчи олимларнинг илмий изла-нишларида 1970 – 2002 йиллар давомида 117 та тизим-ли банк инқироzi, 1980 – 2002 йиллар мобайнида эса 77 та тизимли инқирозлар юзага келганлиги тадқиқ қилин-ган.²⁴

Шунингдек, айрим иқтисодчилар Иқтисодий ҳамкорлик ва тараққиёт ташкилотига (OECD) аъзо бўлган ривожлан-ган давлатларда 1980 – 2000 йиллар мобайнида 7 та тизимли инқироз, хусусан, АҚШ, Португалия ва Италияда кичик кўламдаги инқирозлар, Япония, Норвегия, Швеция ва Финляндияда эса кенг кўламли инқирозларнинг юзага

4-жадвал

Айрим банк инқирозлари ва уларнинг таъсири

	Йиллар	Давомий-лиги	Солиқ тўловчиларга келтирган бевосита зарари*	Ялпи йўқотиш (ЯИМга нисбатан % да)
Япония	1991 – 2001	10 йил	14,0	71,7
Норвегия	1989 – 1992	4 йил	3,4	27,1
Швеция	1991 – 1994	4 йил	2,1	3,8
Финляндия	1991 – 1994	4 йил	10,0	44,9

*Изоҳ: Инқироз якунида ЯИМга нисбатан фоизда.

²⁴ Caprio, G., Klingebiel, D. Laeven, L. and Noguera, G. (2003). 'An update of the Caprio-Klingebiel database, 1996, 1999', Banking Crises Database, October; Demirgьc-Kunt, A. and Detragiache, E. (2005), 42 'Empirical analysis of the causes and consequences of banking crisis', National Institute Economic Review, April.

келишини асослашга ҳаракат қилади (4-жадвалга қаранг).²⁵

Норвегия ва Финляндиядаги инқирозлар молиявий тартибга солиш тизимидаги нуқсонларнинг натижаси бўлиб, истеъмол ва кўчмас мулк учун олинган тижорат кредитлари миқдорининг керагидан ортиқ даражада ошишига ва уй-жой ҳамда мол-мулк бозорига “кўпик”ларнинг авж олишига сабаб бўлди. Пировардида бу инқироз мамлакатларнинг ишлаб чиқариш салоҳиятига кескин салбий таъсир кўрсатди.

1991 – 1993 йиллар давомида Финляндияда реал уй-жой баҳолари 30 фоизга пасайди, Швецияда эса мазкур даврда баҳоларнинг пасайиши 25 фоизни ташкил қилди. Ҳар икки давлатда ҳам банк тизимини миллийлаштириш чоралари кўрилди.

Япониядаги инқироз жараёнлари сезиларли даражада узоқ муддат давом этгани боис ялпи йўқотишлар ҳажми ҳам шунга мос равишда юқоридир. Айни пайтда, Япония иқтисодиёти “ликвидлилик тузоғи”га тушиб қолган бўлиб, ноль даражадаги фоиз ставкалар монетар сиёсат самарасини ҳақиқатда йўққа чиқарар эди. Зеро, Ж.М.Кейнснинг “ликвидлилик тузоғи” концепциясига кўра, ликвидлилик тузоғи юзага келганда фоиз ставкасининг амалдаги ҳолатида аҳоли ҳар қандай миқдордаги пул маблағини ҳам ўзида сақлашга ҳаракат қилади. Бундай шароитда Марказий банк очиқ бозор операцияларини қўллаш орқали фоиз ставкасига ҳам, даромадлилик даражасига ҳам самарали таъсир кўрсатиш имконига эга бўлмайди. Ликвидлилик тузоғида монетар сиёсатнинг фоиз ставкасига таъсир қилиш имконияти сезиларсиз бўлади.

²⁵Davis, E.P. ‘Liquidity, financial crises and the lender of last resort – how much of a departure is the subprime crisis?’, Paper presented at the Reserve Bank of Australia conference, ‘Lessons from the financial turmoil of 2007 and 2008’, 14 – 15 July.

Фоиз ставкаси ноль даражага тушганда ликвидлилик тузоғи юз беради. Фоиз ставкасининг ноллик даражасида аҳоли сақлаган пули ҳам бирор даромад келтирмаса-да, облигацияларни ушлаб туришни хоҳламайди. Бундан ташқари, бўш пул маблағларини инвестиция қилмай ушлаб туриш ноль фоиз даромад келтирадиган қимматли қоғозларга инвестиция қилишга нисбатан устунликка эга. Чунки пулнинг ҳукумат қимматли қоғозларига нисбатан ликвидлиги юқори ҳисобланади.

2000 – 2007 йилларда Хитой²⁶ каби давлатларда савдо балансининг мунтазам профицитга эга бўлиши, юқори миқдордаги хорижий валюта захиралари валюта курсини сунъий равишда паст даражада ушлаб туришга қаратилгани ҳолда, глобал ликвидлиликнинг сезиларли даражада ортишига ва пировардида паст фоиз савкаларининг шаклланишига олиб келди.

Айни пайтда, ўн йиллар мобайнида жаҳон иқтисодиёти барқарор ўсишининг манбаи сифатида қаралаётган глобал номувофиқлик (дисбаланс) глобаллашувнинг муҳим жиҳати ҳисобланади. Бу ҳодисани Н.Фергюсон Кимерика (Chimerica) (Хитой (China) ва Америка (America) сўзларидан олинган) деб атаган. Агар XIX – XX асрларда капитал ривожланган давлатлардан ривожланаётган давлатлар томон ҳаракатланган бўлса, ҳозирда ривожланаётган давлатлар жамғарма марказларига, АҚШ ва бошқа ривожланган давлатлар эса истеъмолчиларга айланиб қолди.²⁷

Хитой ЯММининг 50 фоизига яқинини валюта захираси сифатида жамлаган ҳолда, унинг сезиларли қисмини

²⁶ Иқтисодчи олимлар Р.Баррель ва А.Чой 1990 йилларнинг охирида ва XXI асрнинг биринчи декадаси бошларида реал фоиз ставкаларидаги пасайишнинг 50 фоизидан ортиғига Хитой жорий операциялари ижобий сальдосининг ошиши сабаб бўлганлигини таъкидлайдилар (Barrell, R. and Choy, A. (2005), 'The impact of China on the world and UK economies', Treasury Committee, House of Commons HC 314 i-ii.).

²⁷ Ferguson N. The Ascent of Money: A Financial History of the World. – L.: The Penguin Press, 2008.

АҚШ Фазначилиги қимматли қогозларига (US Treasury securities) ва Федерал уй-жой ссудалари банклари (Federal Home Loan Banks), Fannie Mae ва Freddy Mac облигацияларига инвестиция қилган.²⁸ Бундан ташқари, 2001 йилдан бошлаб реал фоиз ставкалари кескин пасая бошлади, узоқ муддатли реал фоиз ставкалари эса олдинги декадага (ўн йил) нисбатан қарийб 100 фоизли пунктга (ф.п.) пасайди. Бу ҳолат, ўз навбатида, кредит экспансиясининг юқори суръатларда жадаллашувига ва активлар баҳосининг сезиларли даражада ошишига олиб келди. Буларнинг замирида 2008 йилда юз берган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг бош сабаблари мужассам эди.

Шунингдек, юзага келган қулай вазият банк активларининг капитал билан таъминланиши кўрсаткичининг ёмонлашувига, яъни левераж коэффициентининг ошишига олиб келди (5-жадвалга қаранг).

5-жадвал

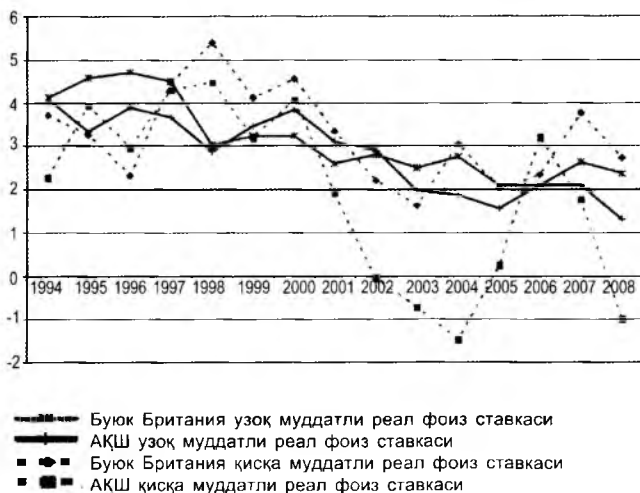
Банкларда леверажнинг ошиши: активларнинг капиталга нисбати коэффиценти²⁹

Банкларнинг номи	2005 йил	2007 йил
Bear Stearns	26	33
Morgan Stanley	31	33
Lehman Brothers	25	31
Merrill Lynch	18	28
Goldman Sachs	25	27

²⁸ Eichengreen B. Origins and Responses to the Crisis, mimeo, University of California, Berkeley, 2008. emlab.berkeley.edu/users~eichengr.

²⁹ Банкларнинг молиявий ҳисоботлари маълумотлари асосида тузилди.

АҚШ ва Буюк Британияда реал фоиз ставкалари³⁰



1-расм

1-расм маълумотларидан кўриш мумкинки, АҚШда 2000 – 2004 йилларда қисқа муддатли реал фоиз ставкалари пасайиш тенденциясига эга бўлган. Паст фоиз ставкалари, ўз навбатида, фойда олиш илинжида бўлган банклар ва институционал инвесторлар ўртасидаги рақобатнинг кескинлашувига олиб келган. Молиявий инновацияларга эса юқори фойдани таъминловчи восита сифатида қаралди ва оқибатда мураккаб тузилмали молиявий маҳсулотлар ҳамда сифатсиз кредитлар юқори кредит рискинни, кейинчалик эса тизимли рискни юзага келтирди.

Инновацияларнинг яна бир жиҳати шундаки, улар банк

³⁰ Иқтисодий ва ижтимоий тадқиқотлар миллий институти маълумотлари (www.niesr.ac.uk).

балансидаги кредитларни секьюритизациялашни,³¹ яъни уларнинг қарз мажбуриятлари сифатида қимматли қоғозларга айлантирилиб, молия бозорига чиқарилишини жадаллаштирди. Бу эса, ўз навбатида, кредитлар устидан мониторинг қилиш ташаббусининг пасайишига олиб келди. Айни пайтда, ушбу инновациялар банкларга капиталга қўйилган талабларни бажариш, шунингдек, жалб қилинган маблағларни ошириш борасида қайғурмасдан даромад олиш имконини берди.

Паст фоиз ставкалари туфайли банклар балансидаги ликвид активлар миқдорини борган сари камайтирар ва ликвидликни бошқаришда эътиборни агрессив равишда мажбуриятларни бошқаришга қаратар эди. Бундан ташқари, банклар Базель I нинг капитал талабларини сақлаб қолиш учун рискларни балансдан ташқари элементларга ва махсус инвестиция воситаларига (Special Investment Vehicles – SIVs) трансформацияларди. Чунки кредитларнинг банк балансида туриши кўпроқ капитални тақозо этарди. Умуман олганда, секьюритизациялаш кўламининг ортиши, активлар билан таъминланган қимматли қоғозларга (asset backed securities – ABSs) берилган юқори кредит рейтинглари банкларни кўпроқ кредит рискинни ўз зиммасига олишга ундади.

Уй хўжаликларига берилган кредитларнинг юқори суръатларда ўсишига монанд тарзда Испания, АҚШ ва Буюк Британияда уй-жой баҳосининг кескин ошиши юз берди. 2-расм маълумотлари кўрсатишича, АҚШ ва Буюк Британияда сўнгги пайтларда реал уй-жой баҳоларининг ўсиши аввалги тренддан ҳам сезиларли даражада юқорилаб кетган.

Жорий молиявий-иқтисодий инқироз шароитида қурилиш сектори талабнинг кескин тушиши билан тавсифла-

³¹ Секьюритизация – ссуда ва бошқа турли кўринишдаги дебиторлик қарз мажбуриятларини қимматли қоғозларга трансформацияланиш жараёни.



2-расм

нувчи иқтисодий секторларидан бирига айланди. АҚШ ипотека кредитлари бозоридаги муаммоларнинг чуқурлашиши билан янги ипотека кредитлари ҳажми кескин тушиб кетди ва бунинг натижасида қурилиш соҳасидаги иқтисодий фаоллик пасайди. Кредит ресурсларини жалб қилиш ва корпоратив фойда ҳажмининг камайиши оқибатида 2008 йилнинг иккинчи ярмига келиб тижорат мақсадларидаги кўчмас мулк ва ишлаб чиқариш иншоотларига инвестициялар ҳажми ҳам қисқара бошлади.

2009 йилнинг ёзига келиб АҚШдаги қурилиш ишлари ҳажми 2006 йилнинг бошларига (энг юқори кўрсаткич қайд этилган давр) нисбатан 3 бараварга камайди. Биргина

³² Иқтисодий ва ижтимоий тадқиқотлар миллий институти маълумотлари (www.niesr.ac.uk).

2009 йилнинг январь – сентябрь ойларида эса АҚШдаги қурилиш ишлари ҳажми 31,5 фоизга қисқарди. Таққосла-
шингиз учун таъкидлаймиз: Еврозолада тегишли давр учун
бу кўрсаткич 9 – 10 фоиз атрофида бўлган, Россияда эса
ушбу кўрсаткич 18,4 фоизни ташкил этган.³³

Ривожланаётган давлатларда қурилиш соҳасидаги
ҳолат бирмунча барқарор бўлиб, бу ҳолат қурилиш компа-
ниялари фаолиятини самарали тартибга солиш ва ушбу
бозорда давлат улушининг юқорилиги билан изоҳланади.
Етакчи ривожланаётган давлатларнинг инқирозга қарши
чоралар дастурида асосий эътибор ишлаб чиқариш қув-
ватларини модернизация қилиш, инфратузилма ва уй-жой
иншоотларини барпо этишга қаратилди. Масалан, Хитой-
да инфратузилма лойиҳаларига инвестициялар ҳажми
2009 йилнинг январь – сентябрь ойларида 45 фоиздан зи-
ёдга ошди. Бироқ янги қурилишлар ҳажмининг ўсиши асо-
сан давлат инвестициялари ҳисобидан таъминланмоқда.

6-жадвал маълумотларининг кўрсатишича, 2008 йил-

6-жадвал

Дунёнинг асосий фонд индекслари динамикаси³⁴

Фонд индекслари	2007 йил	2008 йил	2009 йил	
			II чорак	III чорак
АҚШ (S&P 500)	1 468	903	919	1057
Евроиттифоқ (Eurostoxx 50)	4 804	2590	2516	2873
Буюк Британия (FTSE 100)	6 457	4434	4249	5134
Германия (DAX)	8 067	4810	4809	5675
Франция (CAC 40)	5 614	3218	3140	3795
Япония (Nikkei 225)	15 308	8860	9958	10133
Бразилия (Bovespa)	63 886	37550	51465	61518
Россия (RTS)	2 291	632	987	1255
Ҳиндистон (BSE-500)	8 592	3597	5492	6553
Хитой (Shanghai Composite)	5 262	1821	2959	2779

³³ www.fief.ru веб саҳифаси маълумотлари.

³⁴ Bloomberg маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилди.

да дунёнинг барча асосий фонд индекслари 2007 йилга нисбатан кескин пасайган. Айниқса, 2008 йилнинг 15 сентябрига келиб АҚШнинг йирик инвестиция банки Lehman Brothers банкрот деб эълон қилинган, жаҳон фонд бозорларида акцияларни ёппасига сотиш авж олди. 15 сентябрь савдоларида Россиянинг РТС (RTS) индекси 4,8 фоизга тушгани ҳолда, ММВБ индекси (Москва банклараро валюта биржаси индекси) 6,2 фоизга пасайди. Агар 2008 йилнинг 15 сентябрь куни индекснинг кескин тушиши натижасида Москва банклараро валюта биржасида бир қатор қимматли қоғозлар бўйича савдолар тўхтатилган бўлса, 16 сентябрь куни ўндан ортиқ юқори ликвидли қимматли қоғозлар бўйича савдолар амалга оширилмади. Шундай қилиб, биргина 15 – 16 сентябрь кунлари ММВБ индекси 23 фоизга, РТС эса 21 фоизга пасайди. 2008 йилнинг 6 октябрига келиб эса РТСнинг пасайиши рекорд натижани қайд этди, яъни бир кунлик пасайиш 19,1 %ни ташкил қилди.³⁵ Умуман олганда, Россиянинг РТС индекси 2008 йилнинг охирига келиб 632 пунктни ташкил этиб, 2007 йилга нисбатан 1659 пунктга, бошқачароқ айтганда, 72,4 фоизга тушиб кетган. Таққослаш учун келтирамиз: бу даврда АҚШда S&P 500 – 38,5 фоизга; Япониянинг Nikkei 225 индекси – 42,1 фоизга; Бразилиянинг Bovespa индекси – 41,2 фоизга пасайган.

Глобал банк тизимининг сабпрайм ипотека инқирози туфайли кўрган бевосита зарарлари 500 млрд. АҚШ долларидан ортиқ бўлса, Bloomberg 2008 йилнинг биринчи ярми мобайнида глобал фонд бозорининг йўқотишларини 11 трлн. АҚШ доллари миқдорида баҳоламоқда.³⁶

³⁵ Замараев Б., Киюцевская А., Назарова А., Суханов Е. Экономические итоги 2008 года: конец «тучных» лет // Вопросы экономики. №3. 2009. – С.10 – 11.

³⁶ Martin, Eric (2008) U.S. Stocks Tumble, Sending S&P 500 to Bear Market; Bank Slide (Internet), Bloomberg.com. Available from: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a2VxF1hrlyuY>> (Accessed 16 July 2008).

2009 йилнинг иккинчи ва учинчи чорақлари якунига келиб фонд индексларининг аксариятида ўсиш тенденцияси кузатилган. Бу эса фонд бозорига ишонч аста-секинлик билан қайтаётганлигини кўрсатади.

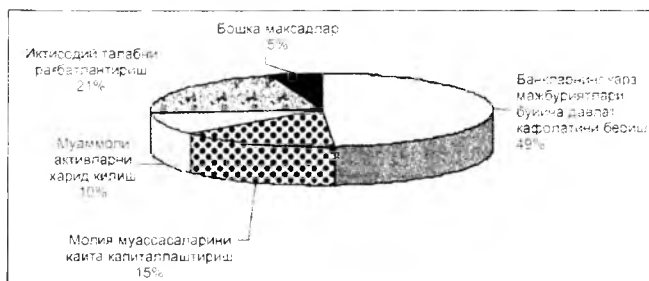
Тадқиқот натижаларига асосланиб, дунё мамлакатларини инқироздан қутқариш чора-тадбирларини қуйидаги асосий тўрт гуруҳга ажратиш мумкин:

- банкларнинг қарз мажбуриятлари бўйича давлат кафолатини бериш;
- молия муассасаларини қайта капиталлаштириш;
- муаммоли активларни харид қилиш;
- иқтисодий талабни рағбатлантириш.

Фарб давлатларининг инқирозга қарши чоралар дастурларида ажратилиши кўзда тутилган маблағлар таркибида банкларнинг қарз мажбуриятлари бўйича давлат кафолатини бериш энг юқори салмоқни эгаллаган (қарийб 49%) (3-расмга қаранг).

Бир қатор давлатлар, хусусан, Буюк Британия ва Хитой солиқлар орқали рағбатлантириш чора-тадбирлари-

Фарб давлатларининг инқирозга қарши дастурлари бўйича маблағлар сарфи таркиби³⁷

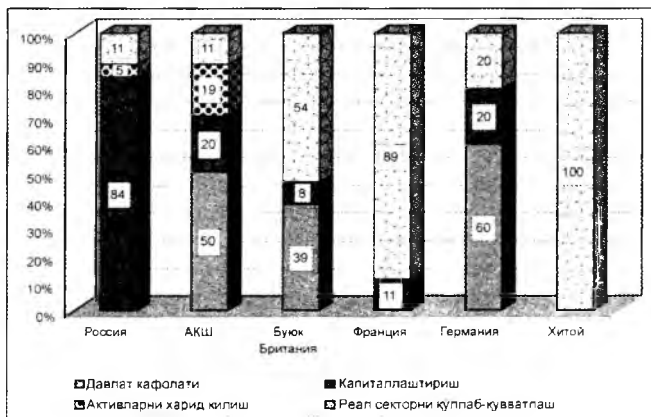


3-расм

³⁷ Манба: РИА «Новости».

дан фаол фойдаланмоқда. Россияда эса капиталлаштириш орқали иқтисодий реал пул маблағлари билан таъминлашга устуворлик берилган бўлиб, бу барча инқирозга қарши чораларга ажратилган маблағлар таркибида қарийб 84 фоиз салмоқни ташкил этади (4-расмга қаранг).

Инқирозга қарши курашиш учун ажратилган маблағларнинг фойдаланилиши, жамига нисбатан %да³⁸



4-расм

Шунингдек, АҚШда мамлакатни инқироздан қутқариш чоралари таркибида давлат кафолатини бериш, капиталлашувни ошириш ва муаммоли активларни харид қилишга устуворлик берилганлигини кўриш мумкин.

Умуман олганда, 2008 йилнинг декабрь ойига келиб жаҳон молиявий инқирозини бартараф этиш учун дунё мамлакатлари қутқарув чоралари ва молиявий кўмаклар учун сезиларли миқдорда пул маблағларини ажратдилар (7-жадвалга қаранг). Таҳлилларимизнинг кўрсати-

³⁸ Манба: IMF, Financial Stability Report (Bank of England).

**Глобал молиявий инқирозни бартараф этиш учун
ажратилиши мўлжалланган молиявий маблағлар
(2008 йилнинг 16 декабрь ҳолатига)³⁹**

№	Мамлакат номи	Молиявий кўмак қиймати, ЯИМга нисбатан %да
1.	АҚШ	5,25
2.	Германия	4,14
3.	Буюк Британия	16,04
4.	Франция	2,11
5.	Канада	1,63
6.	Испания	4,78
7.	Австрия	5,38
8.	Венгрия	23,11
9.	Бельгия	4,92
10.	Нидерландия	12,50
11.	Дания	0,29
12.	Швеция	0,59
13.	Норвегия	12,81
14.	Исландия	26,14
15.	Швейцария	14,27
16.	Люксембург	8,76
17.	Сербия	1,25
18.	Латвия	1,34
19.	БАА	25,13
20.	Қатар	12,48
21.	Покистон	5,29
22.	Ҳиндистон	0,06
23.	Хитой	0,24
24.	Жанубий Корея	4,35
25.	Австралия	0,16
26.	Чили	0,52
27.	Россия	16,76
28.	Қозғистон	4,82
29.	Украина	11,75
30.	Белорусь	4,47

³⁹ ХВФ ва Жаҳон банки маълумотлари асосида тузилган.

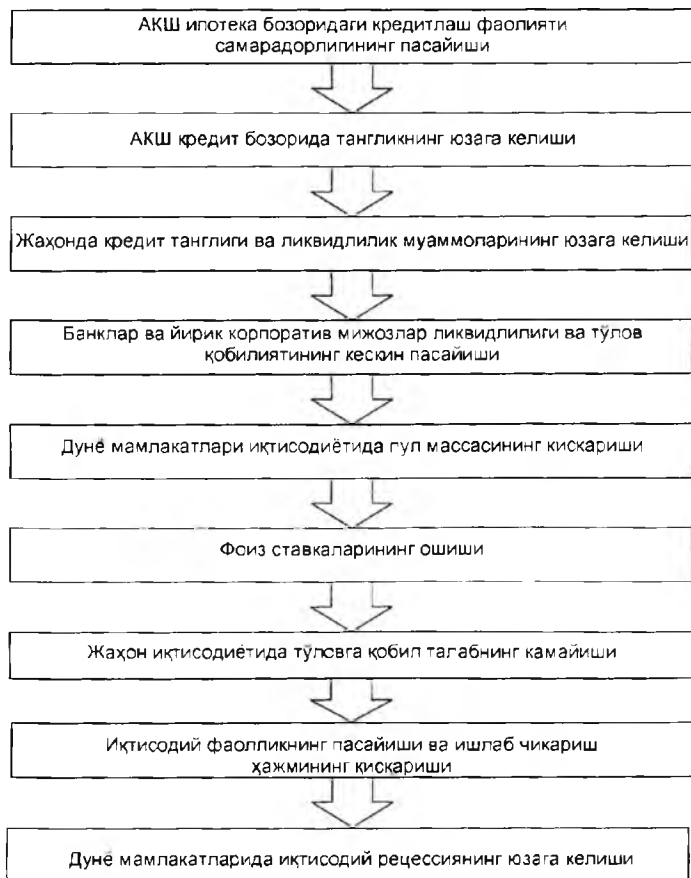
шича, инқирознинг оқибатларини юмшатиш учун ажратилган маблағларнинг ЯИМга нисбати кўрсаткичи Исландия, БАА, Венгрия, Россия ва Буюк Британия давлатларида сезиларли даражада юқори бўлган. Бироқ бу кўрсаткич юқоридаги давлатларнинг ажратилган молиявий маблағларнинг мутлоқ миқдори жиҳатидан етакчилигини англатмайди. Чунки ЯИМ ҳажми жиҳатидан етакчилар рўйхати юқорида қайд этилган давлатлар билан бошланмайди.

Шунингдек, тадқиқот жараёнида глобал молиявий инқирознинг ривожланиш босқичларини аниқлашга муваффақ бўлдик (5-расмга қаранг).

Юқоридаги расмдан кўриш мумкинки, АҚШ ипотека бозоридаги кредитлаш самарадорлигининг пасайиши даставвал кредит бозоридаги танглик ҳолатига, сўнгра жаҳондаги кредит танглиги ва ликвидлилик муаммоларининг чуқурлашувига олиб келган. Бу эса, ўз навбатида, мамлакатлар иқтисодиётида пул массасининг қисқариши, фоиз ставкаларининг ошишига ва шунинг асосида жаҳонда тўловга қобил талабнинг камайишига сабаб бўлган. Талабнинг камайиши эса иқтисодий фаоллик ва ишлаб чиқариш ҳажмининг қисқаришига, пировардида дунё мамлакатларида иқтисодий рецессияни келтириб чиқарган.

Маълумки, ҳозирги глобал молиявий-иқтисодий инқироз Буюк депрессиядан кейинги энг жиддий инқироз ҳисобланади. Тадқиқотлар кўрсатишича, глобал молиявий инқироз ва Буюк депрессия ўртасида қатор ўхшашликлар мавжуд. Иккала инқироз ҳам молиявий сектордан бошланиб, тадрижий равишда иқтисодиётнинг реал секторига тарқалган. Ушбу инқирозлар давомида кўплаб молиявий муассасалар таназзулга юз тутди ёки кенг кўламда уларни қутқариш чоралари кўрилди. Иккала ҳолатда ҳам инқирознинг бошланиши молиявий кўпикларнинг янада кенгайиши ва банк кредитларининг сиқилиши билан чамбарчас боғлиқ. Шунингдек, иккала ҳолатда ҳам юмшоқ

**Глобал молиявий-иқтисодий инқирознинг ривожланиш
босқичлари⁴⁰**



5-расм

⁴⁰ Тадқиқот натижаларига асосланиб, муаллифлар томонидан тузилган.

пул-кредит сиёсати қўлланилди. Хуллас, ҳар икки ҳолатда ҳам инқироз АҚШда бошланди ва пировардида бошқа давлатларга ёйилди.

АҚШ иқтисодиёти инқироз ҳолатига 2007 йилнинг август ойидан тушиб қолган бўлса-да, 2008 йилда АҚШ ЯИМ 1,1 фоизга ўсди. Буюк депрессия даврида, хусусан, 1930 йилда бу кўрсаткич 9,5 фоизга пасайган эди. 1930 йилнинг биринчи ярим йиллигида ишсизликнинг ошиши 13,7 фоизни ташкил этган.⁴¹

1929 – 1933 йилларда АҚШ банк тизими депозитлари 46,6 млрд. доллардан 29,1 млрд. долларгача, бошқача айтганда, 37 фоизга қисқарган. Ушбу даврда банк ссудалари ҳажми 36,0 млрд. доллардан 16,2 млрд. долларга, яъни 2,2 мартага камайган. Молиявий инқироз туфайли 1929 – 1933 йилларда инвестициялар ҳажми 85 фоизгача тушиб кетган. Бу ҳолатлар Буюк депрессиянинг нақадар оғир кечганлигидан далолат беради.

Шунингдек, глобал молиявий инқироз ва буюк депрессия ўртасида турли фарқли жиҳатлар мавжуд. Хусусан, АҚШда буюк депрессия арафасида депозитларни суғурталаш амалиёти мавжуд эмас эди. Бинобарин, депозит суғуртаси ва Федерал депозитларни суғурталаш корпорацияси (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) 1933 йилдаги Банк қонунига (Гласс-Стигел деб ҳам аталади) мувофиқ ташкил қилинган. Глобал молиявий инқироз арафасида индивидуал депозитларнинг суғурталаниши FDIC томонидан 100 минг АҚШ долларигача бўлган миқдорда кафолатланди. 2008 йилнинг иккинчи ярмига келиб эса бу чегара вақтинча 250 минг АҚШ долларигача оширилди. Агар 1930 – 1933 йилларда ҳам депозитларни суғурталаш амалиёти мавжуд бўлганда, табиийки, депозитларнинг бирданига қайтариб олиниши натижасида юзага келган банк таназзулининг маълум маънода олди олинар эди.

⁴¹ <http://financialinvestments.ru/3analytics/worldfinancialcrisis.htm>

Бундан ташқари, Буюк депрессия давомида ва унинг арафасида ҳам банк капиталига бўлган талаблар мавжуд эмасди. Аксинча, глобал молиявий инқироз мобайнида ва арафасида Базель келишуви асносида банклар учун капиталнинг етарлилиги талаблари жорий қилинган эди. Шунингдек, 1929 йилда федерал солиқларнинг АҚШ ЯИМдаги салмоғи 4 фоиздан камроқни ташкил этган бўлса, глобал молиявий инқироз арафасида бу кўрсаткич қарийб 18 фоизни ташкил қилган. 1929 йилдан глобал молиявий инқирозгача бўлган даврда АҚШда солиқ йиғилувчанлиги имконияти сезиларли даражада ошган. Бу эса, ўз навбатида, инқирозга қарши чораларда фискал сиёсатдан фойдаланиш имкониятларини ҳам оширишга хизмат қилди.

Энди 2010 йилда нуфузли халқаро экспертлар ва иқтисодчиларнинг глобал молиявий-иқтисодий инқироз ва жаҳон иқтисодиётининг ривожланиш тенденциялари борасидаги хулосалари ва прогнозларини келтирамиз:⁴²

1. Жаҳон молиявий инқирозининг дунё мамлакатлари иқтисодиётига салбий таъсири тобора камайиб боради ва 2009 йилда қарийб 1 фоизга қисқарган глобал иқтисодиёт 2010 йилда 3 фоиз атрофида ошиши мумкин.

2. Халқаро бозорнинг ривожланишидаги беқарорлик, кўплаб мамлакатларда товарларга ички талабнинг пасайиши давом этаётганлиги иқтисодиётнинг реал сектори суръатларининг изчил ўсишига имкон бермаяпти. 2010 йилда ва кейинги йилларда банк тизимида ипотека ва истеъмол кредитлари бўйича қайтарилмаган кредитлар ҳажмининг ўсиши натижасида банкротликнинг янги тўлқини хавфи юзага келиши мумкин.

⁴² Қаранг: Президент Ислон Каримовнинг 2009 йилнинг асосий яқунлари ва 2010 йилда Ўзбекистонни ижтимоий-иқтисодий ривожлантиришнинг энг муҳим устувор йўналишларига бағишланган Вазирлар Маҳкамасининг мажлисидаги "Асосий вазифамиз – ватанимиз тараққиёти ва халқимиз фаровонлигини янада юксалтиришдир" номли маърузаси // O'zbekiston ovozi. 2010 йил 30 январь.

3. Бозорда истеъмом талабининг пасайиши давом этаётганлиги баҳоларнинг ошишини чегаралаб турганлиги, айрим давлатларда дефляциянинг мавжудлигига қарамай, банк тизими ликвидлигини сақлаб туриш мақсадида пул эмиссияси ҳисобидан банклар ва молия секторининг катта миқдордаги кредитлар билан таъминланиши қатор мамлакатларда инфляция жараёнларининг кескин кучайиши хавфини вужудга келтириши мумкин.

4. Фонд, хомашё ва молия бозорларида катта спекулятив ўйинлар давом этаётганлиги, реал қийматга эга бўлмаган пул ҳажмининг кўпайиши, яъни молиявий кўпикларнинг авж олаётганлиги яна молиявий таназзуллар хавфини ошириши мумкин.

5. Иқтисодиётнинг шаклланиши ва ривожланиши йўлидаги энг катта муаммолар, аввало, ривожланаётган давлатларда жаҳон амалиётида давом этаётган протекционизм сиёсати оқибатида юзага келмоқда.

6. ХВФ экспертларининг фикрича, давлатнинг иқтисодиётга ҳаддан ташқари аралашувини камайтиришга тайёргарлик кўриш 2010 ва ундан кейинги йилларда устувор вазифа бўлиб қолиши зарур. Молиявий-иқтисодий соҳадаги қўллаб-қувватлаш чораларининг ҳаддан зиёд узоқ давом этиши иқтисодиётни мутаносиб ривожлантиришдаги мувозанатнинг бузилиши ва эркин тадбиркорликни ривожлантириш йўлидаги жиддий чеклашлар каби хавфларни келтириб чиқариши мумкин.

Биринчи бобда амалга оширилган тадқиқотларга таяниб, фикримизча, қуйидаги хулосаларга келиш мумкин:

– иқтисодиётда мунтазам равишда инқирозларнинг юзага келиши, уларнинг ортидан эса иқтисодий ўсиш даврининг ўрин алмашилиши классик мувозанат модели қодаларининг амалиётда тўлиқ ўз тасдиғини топмаганлигини кўрсатди;

– бозор иқтисодиёти қарор топаётган давлатлар ўртасида кучли корреляцион боғлиқлик мавжуд ва узоқ муд-

датли даврий ораликда корреляция коэффиценти 0,8 – 0,9 дан ошади;

– ўз капиталига нисбатан юқори рискни зиммасига олган ҳолда валюта режимларининг “заиф томони”ни излайдиган хеджирлаш фондларининг активлари ўсиш тенденциясига эга бўлган;

– глобал инвесторлар спот, форвард битимлари ва валюта опционлари, шунингдек, тузилмали молиявий маҳсулотлар бозорларидан фойдаланиб, барқарор ва кучли бўлмаган валюталарда йирик миқдордаги қисқа позицияни эгаллаш имкониятига эга бўлган;

– АҚШда давлатнинг ижтимоий мақсадларда ипотека кредитлари бозорига маъмурий тарзда аралашуви сифатсиз кредитлар ҳажмининг ортишига сабаб бўлган;

– 1999 йилга келиб Глэсс-Стигел қонунининг бекор қилиниши АҚШ тижорат банкларига инвестиция банки функциясини бажариш имконини берган ва бу, ўз навбатида, юқори рискли андеррайтинг, қимматли қоғозлар савдоси, беқарор кредит амалиётларининг ривожланишига олиб келган;

– дунё мамлакатларини инқироздан қутқариш чоратадбирлари қуйидаги йўналишларда амалга оширилган:

а) банкларнинг қарз мажбуриятлари бўйича давлат кафолатини бериш;

б) молия муассасаларини қайта капиталлаштириш;

в) муаммоли активларни харид қилиш;

г) иқтисодий талабни рағбатлантириш.

2-БОБ. ЖАҲОН МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ ИНҚИРОЗИГА ҚАРШИ ЧОРАЛАР ВА УЛАРНИНГ АМАЛИЙ АҲАМИЯТИ

2.1. Ривожланган давлатларнинг жаҳон молиявий инқирозига қарши чораларининг устувор йўналишлари

АҚШдаги инқироз дастлаб истеъмол ва ипотека кредити соҳаларида юзага келди. АҚШнинг ипотека агентликлари Freddie Mac ва Fannie Mae биринчилардан бўлиб катта миқдорда зарар кўрганликларини (мос равишда 50 млрд. ва 59 млрд. АҚШ доллари миқдорида) эълон қилишди. Ваҳоланки, улар ҳиссасига ипотека бозори айланмасининг 44 фоизи (5,3 трлн. АҚШ доллари) тўғри келарди. Инвестиция банклари ҳам катта талофат кўрди. Bear Stearns йирик банк бўлмиш JP Morgan Chasera сотилган бўлса, 158 йиллик тарихга эга бўлган инвестиция банки Lehman Brothers 613 млрд. қарз жамлаган ҳолда банкротликка юз тутди. Йирик инвестиция банкларидан бири Merrill Lynch тижорат банки – Bank of Americaга бозор баҳосининг 70 фоизига сотилди. Morgan Stanleyнинг акциялари биргина 8 та савдо сессияларида биржа қийматининг 49 фоизини йўқотган бўлса, бу кўрсаткич Goldman Sachsда 51 фоизни ташкил этди. Натижада Уолл-стритда фақатгина иккита мустақил инвестиция банки қолди. Йирик суғурта компанияси American International Group ҳақиқатда миллийлаштирилди.⁴³

Кейинчалик инқироз АҚШнинг йирик молиявий муассасалари Citigroup, Bank of America, JP Morgan Chase, Wells Fargo ва бошқаларни қамраб ола бошлади. Банк

⁴³ Эксперт. 2008. №37. – С.30; №39. – С.22; 2009. №10. – С.10.

тизимидаги ликвидлилик муаммолари, ўз навбатида, хўжалик субъектлари ва аҳолининг банк тизимига бўлган ишончи пасайишига, кредит рискларининг ортишига ва иқтисодий қийинчиликларга сабаб бўлди.

Инқироз банкларнинг кредитлаш соҳасидан ишлаб чиқариш соҳасига кўчди: бозорда таклифнинг талабдан ошиши кузатилди ва бу ҳолат АҚШ автосаноатидаги ёппасига ишдан бўшатишнинг кучайиши билан яқунланди. General Motors, Ford, Chrysler каби гигантлар оғир ҳолга тушиб қолишди. 2009 йилнинг 24 февралда АҚШ Президенти Б.Обама иқтисодиётнинг инқирозга тушиб қолганлиги ва ҳар 30 секундда мамлакатда банкротлик рўй бераётганлигини эълон қилди.

АҚШнинг инқирозга қарши сиёсати бозордаги талабни рағбатлантириш, йирик бизнесга – йирик банклар ва корпорацияларга етарлича кўмак беришга йўналтирилди. Инқирознинг етти ойи мобайнида (2008 йилнинг сентябридан 2009 йилнинг мартигача) АҚШ Dow Johns индекси 34,8 фоизга, Nasdaq индекси эса 38,3 фоизга пасайди.⁴⁴

Ишлаб чиқаришнинг тушиб кетиши банк кредитларининг қисқариши, реал ишлаб чиқариш рискларининг ортиши билан бирга кечди. Ишлаб чиқаришнинг пасайиши ва рискларнинг ортиши, ўз навбатида, инвестицияларни, шунингдек, импорт товарларига бўлган талабнинг камайишига олиб келди.

Жаҳонда нефть ва хомашёларга бўлган баҳоларнинг пасайиши ушбу товарларни экспорт қилувчи мамлакатларнинг иқтисодий аҳволини оғирлаштирди, импорт қилувчи давлатларга эса ижобий таъсир қилиб, инқироздан кўрилган талофатларни юмшатиш имконини берди.

АҚШда инқирозга қарши чоралар Ж.Буш маъмурияти даврида Полсоннинг инқирозга қарши режаси (The Troubled Asset Relief Program, TARC) шаклида ишлаб чиқилди. Полсон режаси муаммоли банк активларини со-

⁴⁴ New York Times. 26.03.2009.

тиб олишга 700 млрд. АҚШ доллари миқдорида молиявий маблағлар ажратишни кўзда тутарди. 2009 йилнинг март ойига келиб АИГни (American Insurance Group) банкротликдан қутқариш учун давлат хазинасидан 170 млрд. АҚШ доллари сарфланди. 2009 йилнинг январь ойида эса Молия вазирлиги Bank of Americaга унинг имтиёзли акцияларига айирбошлаш эвазига 20 млрд. АҚШ доллари ажратишни, шунингдек, умумий суммаси 118 млрд. АҚШ доллари миқдорида банк активларига давлат кафолатини беришни эълон қилди. Бундан ташқари, инқирозга қарши чоралар доирасида мамлакатнинг йирик автомобиль ишлаб чиқарувчи компаниялари GM ва Chrysler мос равишда 13,4 ва 4 млрд. АҚШ доллари миқдорида кредит олишди.

Таъкидлаш лозимки, Полсон режаси ишлаб чиқилгунга қадар ҳам давлат томонидан йирик ипотека агентликларини қутқариш чоралари кўрилганди. 2008 йилнинг сентябрь ойида АҚШ ипотека бозорининг (12 трлн. АҚШ доллари) қарийб ярмини назорат қилувчи Fannie Mae ва Freddie Mac ипотека агентликлари давлат томонидан миллийлаштирилди. Ушбу ипотека агентликларининг имтиёзли акцияларини харид қилишга АҚШ солиқ тўловчиларининг 238 млрд. АҚШ доллари миқдоридаги маблағлари сафарбар этилди.⁴⁵

Кейинчалик Президент Б.Обама бошчилигида инқирозга қарши янги дастур ишлаб чиқилди ва унга мувофиқ Конгресс 787 млрд. АҚШ доллари миқдоридаги молиявий кўмакни тасдиқлади (8-жадвалга қаранг). Полсон режаси бўйича маблағлар қолдиғи ҳисобга олинadиган бўлса, умумий сумма 1,1 трлн. АҚШ долларини ташкил этди.⁴⁶

АҚШ Президенти Б.Обаманинг 2009 йилнинг февраль ойида тасдиқланган инқирозга қарши чоралар Дастури Американи тиклаш ва қайта инвестициялаш Режаси

⁴⁵ www.usbudgetwatch.org/stimulus/

⁴⁶ Financial Times. 16.01.2009.

(American Recovery and Reinvestment Act) номи билан ҳам юритилиб, 3 йил муддатга, яъни 2011 йилгача ишлаб чиқилган.

8-жадвал

**АҚШнинг инқирозга қарши чоралар дастури
(American Recovery and Reinvestment Act)⁴⁷**

№	Йўналишлари	Млрд. АҚШ доллари	Салмоғи
1.	Солиқ юкини енгиллаштириш	288	37%
2.	Штатлар ва маҳаллий ҳокимият органларини солиқлардан озод қилиш	144	18%
3.	Инфратузилма ва фан	111	14%
4.	Ижтимоий ҳимоя	81	10%
5.	Соғлиқни сақлаш	59	7%
6.	Таълим	53	7%
7.	Энергетика	43	5%
8.	Бошқалар	8	1%
	Жами	787	100%

Обама режасида кўзда тутилган чора-тадбирлар:

- 3 млн. иш жойларини сақлаб қолиш ва ташкил этиш;
- соғлиқни сақлаш тизимини модернизация қилиш;
- муқобил манбалардан энергия ишлаб чиқаришни йўлга қўйиш ва 3 йил мобайнида унинг ҳажмини икки бараварга ошириш;
- федерал мулкка тааллуқли бўлган (мактаблар билан бирга) бино-иншоотларнинг 75 фоизини ва 1 млн. хусусий уйларни таъмирлаш;
- 7 млн. талабалар учун грантлар тизимини молиялаштириш ҳажмини ошириш, таълим учун тўловлар бўйича солиқларни камайтириш;

⁴⁷ www.recovery.gov веб сайти маълумотлари асосида тузилди.

– инфратузилмага кенг кўламли инвестицияларни амалга ошириш, хусусан, йўллар, кўприклар, жамоат транспорт тизимини қуриш ва қайта таъмирлаш, темир йўл ва аэропортларни модернизациялаш;

– солиқлардан озод қилиш (солиқ кредитлари), солиқ ставкасини пасайтириш орқали уй хўжаликларининг тўлов қобилиятини ошириш;

– етарли даражадаги шаффофлик, мониторинг ва жавобгарлик даражасини таъминлаш имконини бериши лозим.

Ж.Бушнинг инқирозга қарши неомонетар сиёсатидан фарқли ўлароқ, Б.Обама дастурида солиқ имтиёзлари ёрдамида истеъмол талабини рағбатлантириш, ишсизликка қарши курашиш учун молиявий ажратмалар, иш жойларини кўпайтириш каби чоралар белгиланди. Молиявий маблағларнинг сезиларли қисмини инвестиция ва банк тизимини барқарорлаштиришга йўналтириш кўзда тутилди.

Обама режаси капиталдан олинадиган даромад, дивиденд солиғини оширишни (15 %дан 20 %га), 2010 йилда энг бой кишилар учун солиқ имтиёзларини бекор қилиш (йиллик даромади 250 минг доллар ва ундан ортиқ бўлган 2,6 млн. кишиларга), хорижда ишлаб топилган фойдага (трансмиллий корпорациялар ва банкларнинг фойдаларига) солиқларни жорий қилишни кўзда тутди. Ушбу чораларнинг йил давомида 350 млрд. АҚШ доллари миқдоридида бюджет тушумини таъминлаши кутилмоқда. Айни пайтда, аҳолининг катта қисмига солиқ имтиёзлари сақлаб қолинади ва ўз-ўзидан солиқ тизимидаги ўзгаришлардан энг паст даромад олувчилар ютади.⁴⁸

Б.Обаманинг инқирозга қарши дастурига мувофиқ, истеъмол талабини рағбатлантиришга мўлжалланган даст-

⁴⁸ АҚШ Федерал бюджетининг 80 фоизи солиқлар ҳисобидан шаклланади ва бунинг 20 фоизини энг юқори даромад олувчилар тўлайди.

лабки харажатлар дастурда ажратилиши кўзда тутилган умумий сумманинг 30 фоизини ташкил этади (330 млрд. АҚШ долларидан ортиқ), бироқ унга инвестицияга мўлжалланган сумманинг 18 фоизи (иш ҳақига тўланадиган сумма, 140 млрд. долларга яқин) келиб қўшилади ва сўнгида бу мақсаддаги молиявий кўмак 470 млрд. АҚШ долларини ёки инқирозга қарши умумий молиявий ёрдамнинг 42 фоизини ташкил этади.

Молиявий кўмакнинг қолган 58 фоизини (650 млрд. долларга яқин) инвестиция мақсадларига сарфлашнинг ўз хусусияти бор: улар банк кредитлари, молиявий ёрдам шаклида айланма капитални молиялашга мўлжалланган, чунки инқироз туфайли асосий капитал тўлиқ “босим” билан ишламаяпти. Бу чораларнинг, мультипликаторни ҳисобга олган ҳолда, қарийб 3 трлн. АҚШ доллари миқдоридаги капиталнинг ишлашини ва шунинг асосида иқтисодий ўсишни таъминлаши назарда тутилган.

2009 йилнинг 19 мартига келиб ФЗТ 1150 млрд. АҚШ долларини ажратишни кўзда тутувчи дастурни эълон қилди. Унга мувофиқ, 300 млрд. доллар ҳукуматнинг узоқ муддатли қимматли қоғозларини харид қилишга, 750 млрд. доллар ипотека қимматли қоғозларини (“ёмон активлар”) сотиб олишга, шунингдек, 100 млрд. доллар Freddie Mac ва Fannie Mae агентликларининг қарз мажбуриятларини харид қилишга йўналтирилади.⁴⁹

Нобанк ташкилотлар фаолиятининг молиявий барқарорликка таҳдид солишини ҳисобга олиб, АҚШ молия вазири Т.Гайтнер бутун банк тизимини тартибга солишни кучайтириш билан бир қаторда нобанк ташкилотлар устидан назорат қилувчи орган ташкил қилиш таклифи билан чиқди.

Жаҳон молиявий инқирози Европа Иттифоқи мамлакатлари банк тизимига ҳам жиддий таъсир ўтказди. Бун

⁴⁹ Financial Times. 12.03.2009; New York Times. 20.03.2009.

га жавобан Европада банкларни қутқариш чоралари кўрилди. Г.Браун бошчилигидаги Англия ҳукуматининг инқирозга қарши чораларида банк тизими устидан кучли давлат назоратини таъминлаш асосий бўғинга айланди. Браун дастури (510 млрд. АҚШ доллари) 290 млрд. доллар миқдоридagi маблағларни Британия банклари муаммоли активларини сотиб олишга, 220 млрд. долларни эса банкларнинг қайта капиталлашувига, кредитлаш, инвестиция ва истеъмол талабини қўллаб-қувватлашга сарфбар этишни кўзда тутди.

Буюк Британияда инқирозга қарши чоралар доирасида давлатнинг банк капиталидаги улуши дастлаб Northern Rock Bank ипотека банкида, сўнгра Bradford & Bingleyда оширилди. Кейинчалик эса мамлакатдаги иккинчи йирик банк Royal Bank of Scotland (RBS)да давлатнинг улуши 58%дан 70%га, Lloyds Bank Groupда 40%дан 45%га оширилди. Бироқ бу каби чоралар доимо ҳам барқарорликни кафолатлай олмайди. RBS 11,5 млрд. АҚШ доллари миқдорида рекорд даражадаги зарар кўрганини эълон қилгач, унинг акциялари курси 67 фоизга пасайди.⁵⁰

АҚШ, Швейцария, Германия, Исландия ва бошқа давлатлар Буюк Британия "моделли"га эргашдилар. Германия ҳукумати банкротлик таҳдид солаётган банкларни миллийлаштиришни қўллаб-қувватлади. Чунки Германиянинг биргина Hipo Real Estate банки акциялари 89 фоизга қадрсизланиб улгурганиди. Йирик банклардан Aareal ва Commerzbankнинг капиталлашуви мос равишда 21 ва 42 фоизга камайди. Канцлер А.Меркель 2009 йилнинг февраль ойида зарурат туғилганда вақтинчалик муаммоли банкларни миллийлаштириш йўлидан бориш мумкинлигини ҳам маълум қилди. Кўчмас мулк бозорида фаолият юритадиган Huro Real Estate Holding AG ипотека банкни қутқариш учун Германия ҳукумати 60 млн. евро эвазига банкнинг 8,7 фоиз акцияларини сотиб олди. Бун-

⁵⁰ Экономист. 2008. №39. – С.34.

га қадар эса 2008 йилда ушбу банкни қўллаб-қувватлаш учун 62 млрд. евро ажратилган эди.

Бундан ташқари, 2009 йилнинг март ойида Германия ҳукумати “топ-менежерлар”нинг меҳнат ҳақини чеклашга доир янги қоидаларни тасдиқлади. Бундан буён раҳбариятни мукофотлаш улар томонидан бошқарилаётган акциядорлик жамиятининг узоқ муддатли муваффақиятига боғлиқ равишда амалга оширилади. Энди бошқарув аъзолари мукофотлашнинг бир қисми бўлган ўз ихтиёридаги акцияларини уларни олгандан сўнг 4 йил ўтгачгина сотишлари мумкин (инқирозга қадар бу 2 йил эди).

Янги автомобилни харид қилишдаги компенсация миқдори икки бараварга камайтирилди. Инқирозга қадар автоулов эгаси янги автомобилни харид қилишда 9 йилдан ортиқ фойдаланилган автомобилни топшириб, давлатдан 2500 евро олиш имкониятига эга эди.

Таъкидлаш лозимки, Германияда ишлаб чиқарувчи компанияларга давлат томонидан тўғридан-тўғри молиявий кўмак бериш амалиёти АҚШдаги каби кенг кўламда амалга оширилмади. Хусусан, 2009 йилнинг март ойида АҚШнинг General Motors компаниясига тегишли машҳур немис автомобиль ишлаб чиқарувчиси Opel концернининг тўғридан-тўғри молиявий ёрдам сўраб қилган мурожаати рад этилди. Бу ҳолатни Германия ҳукумати 3 млрд. евро миқдоридagi молиявий ёрдам ажратилган тақдирда ҳам мамлакатда иш жойларини сақлаб қолишни кафолатлаб бўлмаслиги билан изоҳлади. Зеро, молиявий кўмак сифатида ажратилган пул маблағлари АҚШ томон йўналиш олиши мумкин эди.

Франция ҳукумати мамлакатнинг муҳим аҳамиятга эга етакчи компанияларини қўллаб-қувватлаш йўлидан борди. 2009 йилнинг февраль ойида мамлакатнинг йирик автомобиль ишлаб чиқарувчи корпорациялари PSA Peugeot Citroen ва Renaultга молиявий кўмак берилди. Корпорациялар банк кредит ставкалари 11 – 12 фоиз атрофида бўлган шароитда 6 – 7 фоиз ставкасида 6 млрд.

евро миқдорида молиявий маблағларни оладиган бўлишди. Бунга жавоб тариқасида корпорациялар заводларини ёпмасликни кафолатлаш, кредитлар бўйича тўловлар вақтига қадар ходимлар сонини қисқартиришдан воз кечиш, дивидендлар ва раҳбарият мукофотларини қисқартириш мажбуриятини олишди.

Италияда UniCredit, Францияда Natixis (мамлакатнинг тўртинчи йирик банки), Ирландияда Allied Irish Bank ва Bank of Ireland оғир ҳолатга тушиб қолди. Францияда банклар ва бизнесга тезкор ёрдам лойиҳаси 380 млрд. доллар ажратишни кўзда тутди. Нидерландия, Бельгия ва Люксембургда йирик Бельгия банки Fortisни (ушбу банк активлари мамлакат ЯИМдан 2,5 барабар кўп – 1,5 трлн. доллар) қутқариш учун 16,1 млрд. доллар ажратилди. Бундан ташқари, Бельгия ҳукумати иккинчи йирик банк Dexiani қутқариш чораларини кўрди.⁵¹

АҚШда Ж.Буш модели неолиберал монетаристик принципларга, хусусан, банк тизимида давлат маблағларини сафарбар этишга асосланган бўлса, Европада, масалан, Н.Саркози “молиявий капитализм” моделидан воз кечиш, амалга ошириш мураккаб бўлган “тадбиркорлик капитализми” модели билан чиқди. Буюк Британия Бош вазири Ж.Браун давлат томонидан молиявий рағбатлантириш чораларини кўриш ва бундай ёрдамни олувчи муассасаларнинг капитали таркибида давлат улушини ошириш орқали самарали давлат назоратини таъминлашга ҳаракат қилди.

Германия молия вазири П.Штайнбрюк инкирозга олиб келган “эркин бозор” моделини танқид остига оларкан, молия тизими ва иқтисодиётни жонлантириш ва соғломлаштириш режаси АҚШ бюджети дефицити ва давлат қарзининг ошиши ҳисобига амалга оширилишига эътибор қаратди. Унинг фикрича, агар АҚШ хазина облигацияларига инвестиция қилиш давом этса, унда бу Вашингтон-

⁵¹ Эксперт. 2008. №39. – С.34.

нинг инқирозга қарши чоралари бошқа давлатлар (Хитой, Япония, Европа давлатлари) ҳисобидан молиялаштирилишини англатади.⁵²

Европада инқирозга қарши молиявий кўмак ҳажми дастлаб 600 млрд. АҚШ доллари миқдорида баҳоланди, бироқ инқироз суръатларининг ошиши натижасида у 1,5 трлн. АҚШ долларига етди.

2009 йилнинг якунига келиб глобал молиявий инқироз шароитида Европа Иттифоқи учун янги муаммолар ва синовлар даври бошланди. Бу ерда гап Греция давлатидаги бюджет инқирози ҳақида кетмоқда. 2009 йилнинг якунига келиб Грецияда бюджет дефицити ЯИМга нисбатан 12 фоиздан ошди. Айти пайтда, давлат қарзи Грецияда 110 фоиздан ошган эди. Бундай шароитда Греция ҳукумати қарзларни қайта молиялаш ва дефицитни қоплаш учун молиявий ресурсларни жалб қилишда қийинчиликларга юз тутта бошлади. Албатта, бунда Европа Иттифоқининг беминнат ёрдамини кутиш амри маҳол. Бироқ Иттифоққа аъзо бўлиш учун Маастрихт келишувида ифодаланган талаблардан бири – давлат бюджети дефицити ЯИМнинг 3 фоизидан ошмаслиги бўлиб, Грециянинг Иттифоқда қолиши унинг бюджет инқирозидан қай суръатда чиқиб кетишига боғлиқ бўлиб қолади. Айти пайтда, бу нафақат Грециянинг муаммоси, балки бутун Иттифоқ барқарорлиги ва ҳаётийлигини таъминлай олиш муаммоси саналади. Бошқачароқ айтганда. Европадаги интеграциялашувнинг замонавий босқичида бир аъзо мамлакатда юзага келадиган фискал муаммо ягона пул-кредит сиёсати амалга ошириладиган ҳудудда қандай бартараф этилиши бошқа аъзо давлатлар учун ҳам бирдек муҳимдир. Чунки Евроҳудудда фискал муаммо тез суръатларда ва самарали бартараф этилмаса, Иттифоқнинг келажаги ҳам хавф остида қолиши мумкин.

⁵² Block F.M. Capital Stocks: Explaining Economic Stages. Amsterdam, 2004. – С.164.

Еврохудуднинг 16 давлати молия вазирларининг музокараларидан сўнг Грецияга уч йил муддатга 110 млрд. евро миқдорида ёрдам пакети ажратиладиган бўлди.⁵³ Албатта, Европа Иттифоқи томонидан Грецияга кўрсатиладиган ёрдам оддий кредитдан бошқа нарса эмас. Аммо ажратиладиган кредитнинг фоиз ставкаси бозордаги мавжуд ставкадан пастроқ бўлади (қарийб 5 фоиз атрофида).

Грецияга ажратиладиган ёрдам пакетида Еврохудуднинг улуши 80 млрд. еврони ташкил этиб, ёрдамнинг қолган қисми (30 млрд. евро) ХВФ томонидан жорий йилда ажратиладиган бўлди. ХВФ раҳбари ушбу қарорни Еврохудудни қутқариш чораси эканлигини эътироф этди. Бунга жавобан Греция ҳукуматидан меҳнат ва пенсия қонунчилигини эркинлаштириш талаб этилмоқда. Чунки ушбу чоралар яқин икки йил мобайнида бюджет дефицитини 20 млрд. еврога қисқартириш имконини беради.

Грециядаги дефолт ҳолати эътироф этилгандан сўнг озгина фурсат ўтиб, Standard & Poor's рейтинг агентлиги томонидан Испания ва Португалия учун кредитга лаёқатлилик рейтингининг пасайтирилиши Европа Иттифоқидаги молиявий инқирознинг кучайишига сабаб бўлди. Ваҳоланки, Fitch рейтинг агентлиги Грециянинг суверен рейтингини BBB+гача пасайтирган эди. Бу эса, Грециянинг А+ рейтингига эга бўлган Малайзиядан ҳам кредитга лаёқатлилик бўйича орқада эканлигини кўрсатади.⁵⁴

Еврохудуд ўзининг Марказий банкига эга бўлгани ҳолда, ягона ғазначиликка эга эмас. Бу эса бюджет интизоми бузилган ҳозирги шароитда евро учун оғир синов даври бошланганлигини билдиради. Ваҳоланки, ягона пул-кредит сиёсати қўлланиладиган Еврохудуд аъзо давлат учун ҳам муайян қийинчиликларни туғдираётганли-

⁵³ <http://top.rbc.ru/economics/02/05/2010/402138.shtml>

⁵⁴ <http://www.assessor.ru/forum/index.php?t=1103>

гини таъкидлаш лозим. Чунки агар Греция ўзининг Марказий банки орқали мустақил пул-кредит сиёсатини амалга ошириш имкониятига эга бўлганда, бюджет дефицити билан боғлиқ муаммоларни инфляцияга йўл қўйиб бериш, Марказий банкдан кредит жалб қилиш (гарчи мақбул саналмаса ҳам), девальвация суръатларини ошириш ҳисобига енгиллаштириши мумкин эди.

Бундан кўринадики, валютавий интеграциялашувнинг ёрқин намунаси сифатида эътироф этиладиган Европа Иттифоқида ҳам фискал муаммоларни самарали ҳал этишнинг такомиллашган механизми мавжуд эмас экан. Бундан ташқари, Грецияда бюджетнинг қисқариши иқтисодий фаолликка салбий таъсир кўрсатгани ҳолда, солиқ тушумларининг камайишига ва қарзнинг ЯИМга нисбати кўрсаткичининг янада ёмонлашишига олиб келиши мумкин.

2.2. Глобал молиявий-иқтисодий инқирознинг ривожланаётган ва ўтиш иқтисодиёти давлатлари-га таъсири ва уни юмшатиш чоралари

Ҳозирги кунда ҳар бир давлат глобал молиявий-иқтисодий инқирозга қарши курашиш, юзага келган мураккаб вазиятдан чиқиш мақсадида миллий иқтисодиётнинг ўзига хос хусусиятларини ҳисобга олган ҳолда мавжуд имкониятлардан келиб чиқиб турли чораларни қўлламоқда.

Россия Федерацияси чуқурлашиб бораётган молиявий инқироздан жиддий талофат кўрди. Ҳолбуки, Россия инқирозга қадар ҳам “голланд касаллиги”⁵⁵ муаммосига уч-

⁵⁵ “Голланд касаллиги” деганда мамлакат экспорти таркибида алоҳида бир маҳсулотнинг (одатда, табиий хомашё маҳсулоти) сезиларли даражада юқори салмоққа эга бўлиши натижасида иқтисодиётнинг ташқи бозор конъюнктурасига боғлиқ бўлиб қолиши тушунилиб, реал алмашув курсининг ошиши, иқтисодиётнинг бошқа тармоқларида диверсификациялашув даражаси ва рақобатбардошликнинг пасайиши билан юз беради.

раган ва айнан шу муаммо инқироз давридаги беқарорликнинг асосий манбаига айланди. 2008 йилнинг июль ойига келиб 1 баррель нефть баҳосининг 146 АҚШ долларига етиши, албатта, Россия учун жуда қулай вазиятни юзага келтирди. Мамлакат ўз мавқеи ва молиявий салоҳиятини тиклади, сезиларли даражада юқори валюта захираларини жамлаб олди. Бироқ юқори миқдордаги хорижий валюта захиралари инқироз учун самарали ҳимоя вазифасини ўтай олмади. Маълумотларга кўра, Россия Федерал бюджетининг ярми нефт-газ сектори ҳисобидан шаклланар экан. Жаҳон банкининг баҳолаши бўйича эса ушбу сектор Россия ялпи ички маҳсулотининг 20 фоизини таъминлаб бераркан. Бу эса Россиянинг инқироздан муваффақиятли чиқиши “қора” олтин бозоридаги баҳоларга нақадар узвий боғлиқлигини кўрсатади.

Россия ўтиш даври иқтисодиёти институти прогнозларига мувофиқ, агар 1 баррель нефть баҳоси 95 АҚШ доллари даражасида бўлса, жаҳонда инқирознинг ривожланишига қарамай, Россияда жиддий иқтисодий муаммолар бўлмас экан. Аксинча, нефть баҳосининг 30 доллардан пасайиши ҳукумат томонидан инқирозга қарши қанчалик самарали чоралар кўрилмасин, иқтисодиёт чуқур рецессияга тушиши ва рублнинг кескин девальвацияга учраши муқаррар ҳодисага айланади.

Шундай қилиб, Россияда, биринчидан, инқирознинг глобал характери тўлиқ ҳисобга олинмади, яъни нефть баҳоси ўсиш тенденциясининг салбий томонга ўзгариши учун олдиндан тараддуд кўрилмади. Иккинчидан, Россиянинг йирик банклари ва корпорациялари билан хорижий кредиторлар ўртасидаги узвий кредит муносабатларининг йўлга қўйилиши ташқи қарздорликнинг (540 млрд. АҚШ долларидадан ортиқ) ошишига олиб келди. Фонд биржаларида қимматли қоғозлар баҳосининг фалокатли даражада тушиши, ликвидлиликнинг пасайиши қарз олувчиларга дефолт таҳдидини солди. Учинчидан, Россияда ишлаб чиқариш таркибий тузилиши жиҳатидан ортда

қолмоқда: иқтисодиётни модернизациялаш жараёнлари ҳақиқатда кенг кўламда амалга оширилмади; хомашёга йўналтирилган иқтисодиёт сақланиб қолмоқда. Чунончи, Россияда 2009 йилнинг январь ойига келиб саноат ишлаб чиқариш индекси 2008 йилнинг октябрига нисбатан 16 фоизга, асосий капиталга инвестициялар эса мазкур даврда 15,5 фоизга пасайган. 2008 йил октябридан 2009 йилнинг 20 февралига қадар ўртача иш ҳақи 20 фоизга камайган, ишсизлик эса 8 фоизга етган.

Россияда инқирозга қарши чоралар икки босқичда амалга оширилди: биринчи босқичда 5 трлн. рубль, иккинчи босқичда эса 4,5 трлн. рубль сафарбар этилди. 2009 йилнинг февраль ойига келиб инқирозга қарши чоралар учун сарфланган молиявий маблағларнинг умумий миқдори 9,5 трлн. рублни (ЯИМнинг 23 фоизи) ташкил этди. Сезиларли даражада юқори молиявий маблағларнинг сарфланиши албатта ўзининг ижобий самарасини бериши шарт. Бироқ биринчи босқичдаги тажрибаларнинг кўрсатишича, иқтисодий қонуният ҳисобга олинмаганлиги боис самара бўлмади. Инчинун, самарали бозор талаби бўлмас экан, ишлаб чиқаришни ривожлантиришнинг имкони йўқ.

Инқирозга қарши чоралар учун ажратилган молиявий маблағлар таркибида банк тизимини қутқаришга сарфланган маблағлар етакчи ўрин тутди. Бинобарин, барқарор банк тизимисиз иқтисодий таракқиётни таъминлаш мушкул.

Бундан ташқари, Россия банки⁵⁶ томонидан тижорат банкларига гаров таъминоти талаб қилинмайдиган кредитларнинг тақдим этилиши, қатор йирик корхоналарга ажратилган кредитлар бўйича давлат кафолатининг берилиши каби чоралар ҳам банк тизимидаги ликвидлилик муаммоларини юмшатиш имконини берди.

Инқироз даврида баҳоларнинг пасайиши юз бериши лозим, бироқ Россияда инфляция даражаси 2006 йилда

⁵⁶ Россия Марказий банки шундай ном билан юритилади.

9%, 2007 йилда 11,7 фоиз ва 2008 йилда 13,5 фоизни ташкил қилди.

Умуман олганда, 2008 – 2009 йилларда иқтисодийни соғломлаштириш бўйича Россия ҳукумати ва Россия банкининг инқирозга қарши чоралар дастурига мувофиқ, 4932 млрд. рубль ажратилиши белгиланган бўлиб, унинг асосий йўналишлари қуйидагилар ҳисобланади:

1. *Аҳолини ижтимоий ҳимоялашни кучайтириш ва иш жойларини ташкил этиш.* Бу мақсадда ишсизлик учун ажратиладиган моддий маблағлар ҳажмини 1,5 бараварга, пенсияларни 30 фоизга ошириш; уларнинг касб маҳорати ва малакасини ошириш, қайта тайёрлаш курсларини ташкил этиш; хориждан ишчиларни жалб қилишга нисбатан квоталарни камайитириш кўзда тутилган. Вақтинчалик ишини йўқотган кишиларга Ипотека-уй-жой кредитларини реструктуризациялаш агентлиги орқали ипотека кредитлари бўйича қарзларини реструктуризация қилиш имкони берилган. Бундан ташқари, талабаларга паст фоиз ставкаларида таълим кредитларини ажратишни кенгайтириш чоралари ҳам кўзда тутилган.

2. *Маҳаллий корхоналар маҳсулотларига нисбатан ички талабни рағбатлантириш.* 2009 йилда Россияда маҳаллий компаниялар маҳсулотлари бўйича давлат буюртмасини ошириш белгиланди. Автомобиль саноати маҳсулотларига талабни ошириш мақсадида Россия ҳудудида ишлаб чиқилган енгил автомобилларни харид қилишга ажратиладиган уч йиллик истеъмол кредитлари бўйича қайта молиялаш ставкасининг 2/3 қисми субсидиялаштириладиган бўлди. Ижро этувчи ҳокимият органлари учун Россияда ишлаб чиқарилган автомобилларни сотиб олишга 12,5 млрд. рубль сарфлаш режалаштирилди.

Шунингдек, дастурда кичик бизнесни ривожлантиришни қўллаб-қувватлаш ва иқтисодийдаги инновацион фолликни рағбатлантириш чоралари ҳам кўзда тутилган бўлиб, кичик бизнесни имтиёзли кредитлашга (хусусан, Внешэкономбанкка ушбу йўналишда 30 млрд. рубль аж-

ратилиши белгиланган), кафолатлаш ва венчур фондларини ташкил этишга давлат томонидан маблағлар ажратиш белгиланди. Иқтисодий ўсишни таъминлаш мақсадида энергияни тежовчи технологияларни кенг жорий этиш, ички туризм дастурларини ривожлантириш, автомобиль ва уй-жой қурилиш тармоқларини қўллаб-қувватлаш, қишлоқ хўжалик корхоналарига ажратиладиган кредитлар, балиқни қайта ишлаш инфратузилмасини шакллантириш ва кemasозликни модернизациялаш бўйича фоиз тўловларини субсидиялаш каби чоралар белгиланди.

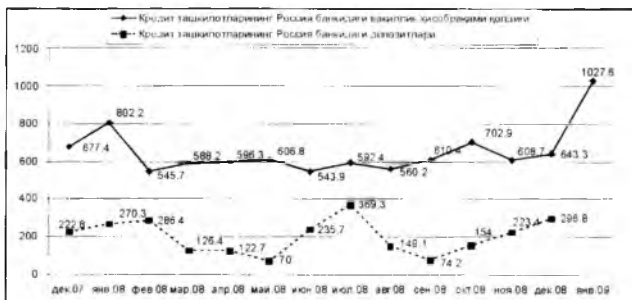
3. *Бизнес ва аҳолига солиқ юкни камайтириш.* 2009 йилдан бошлаб фойда солиғи 24 фоиздан 20 фоизга туширилди. Шунингдек, корхоналарга солиққа тортиладиган базани асосий воситаларга қилинган инвестициялар, ходимларини ўқитишга сарфланган маблағлар ва кредитлар бўйича фоизлар суммасига камайтириш имкони берилди. Ушбу чоралар корхона ва аҳоли ихтиёрида қоладиган пул маблағлари ҳажмини ошириш, ўз навбатида, талабни рағбатлантиришга қаратилди.

4. *Бизнесга нисбатан маъмурий босимни камайтириш.* Коррупцияга қарши курашиш ишларини давом эттириш, шу билан бирга турли рухсатнома ва лицензиялар олиш жараёнларини соддалаштириш, ахборот олиш имкониятини ошириш белгиланди.

5. Миллий молия тизими барқарорлигини ошириш. 2009 йилда банк тизимини қайта молиялаш учун қарийб 1 трлн. рубль ажратилиши (асосан, Марказий банк маблағлари ҳисобидан) мўлжалланган бўлиб, шундан 200 млрд. рубль ВТБга, 130 млрд. рубль Внешэкономбанкка, 225 млрд. рубль иқтисодиётнинг реал секторини молиялашни таъминлаш мақсадида бошқа тижорат банкларига ажратиладиган бўлди.

6-расм маълумотларининг кўрсатишича, Россияда банк тизими ликвидлиги муаммолари сезиларли даража оғир эмаслигини кўрсатади. Шунга қарамай, бу кўрсаткичлар бутун банк тизими учун ўртача ҳисобланиб, ай-

**Кредит ташкилотларининг Россия банки
ҳисобрақамларидаги маблағларининг ўртача ойлик
қолдиғи, млрд. рубль**



6-расм

рим кредит ташкилотлари жиддий ликвидлилик муаммоларини бошдан кечирмоқда.

2008 йилда глобал молиявий инқирознинг чуқурлашувига қарамай Хитой Халқ Республикасида (ХХР) ЯИМнинг ўсиш суръати 9 фоизни (жаҳон ЯИМ 1,7 фоизга ўсган) ташкил этди. ХХ асрнинг охириларидан бошлаб ХХР ишлаб чиқаришнинг экспортга йўналтирилганлиги, тўғридан-тўғри инвестициялар киримининг барқарорлиги боис жадал суръатлар билан ривожланмоқда. Жаҳон савдо ташкилотининг маълумотларига кўра, 2008 йилда дунё савдоси ҳажмининг ўсиши 2 фоизни ташкил этган. Бу эса 2007 йил кўрсаткичларидан 3 баравар кам демақдир.

2007 йилдан бошлаб ХХР жаҳонда экспорт қилинаётган маҳсулотлар ҳажми бўйича иккинчи (Германиядан кейин) ва импорт ҳажми бўйича эса учинчи (АҚШ ва Германиядан кейин) ўринни эгаллаб келмоқда. Бинобарин, 1990 – 2000 йилларда ХХР товар экспортининг йиллик ўсиши ўртача 15 фоизни, 2000 – 2008 йилларда эса 24 фоизни ташкил этган. Иқтисодий инқироз ва Хитой маҳсулотларининг асосий импортёрлари бўлган давлатлар-

да (АҚШ, Евроиттифоқ ва Япония) талабнинг камайиши мамлакат иқтисодиётининг ривожланишига сезиларли салбий таъсир кўрсатмай қолмади.

2008 йилнинг иккинчи ярим йиллигида Хитой экспортнинг ўсиш суръатлари пасая бошлади, бу, ўз навбатида, мамлакатнинг бир қатор экспортга ишловчи корхоналарининг ёпилишига ва натижада ишсизлик даражасининг ошишига сабаб бўлди. Энергия ташувчилар ва озиқ-овқат маҳсулотлари баҳосининг ошиши инфляция суръатларини жадаллаштиришга хизмат қилди. Шундай қилиб инфляция ва экспорт ўсиш суръатларининг пасайиши Хитойга инқироз кириб келганлигидан гувоҳлик берувчи асосий омилларга айланди.

Хитой ҳукумати макроиқтисодий кўрсаткичларнинг ёмонлашувини бартараф этиш мақсадида тезкор чораларни кўриш йўлидан борди. Мамлакатдаги иқтисодий ҳолатни яхшилаш бўйича дастур қабул қилиниб, унда асосий эътибор мамлакатдаги ички талабни қўллаб-қувватлашга қаратилди. Хусусан, дастурнинг 10 та бандида қуйидаги чоралар кўзда тутилган: аҳоли учун иқтисодий кафолатланган ва қулай уй-жойлар дастури доирасидаги қурилиш ишларини жадаллаштириш; қишлоқ жойларда инфратузилмавий объектларни барпо этишни кенгайтириш; автомобиль ва темир йўллари, аэропортлар ва бошқа муҳим инфратузилма объектларини қуриш ишларини жадаллаштириш; соғлиқни сақлаш, маданият ва таълимни ривожлантириш; экологик объектларни барпо этиш суръатларини ошириш; мустақил инновацияларни ривожлантиришни қўллаб-қувватлаш ва тузилмавий ислохотларни ўтказиш, Шинжон вилоятидаги (провинция) зилзила оқибатларини бартараф этиш бўйича тиклаш ишларини жадаллаштириш; шаҳар ва қишлоқ аҳолиси даромадларини ошириш; ишлаб чиқаришни техник жиҳатдан қайта тиклашни қўллаб-қувватлаш, корхоналарнинг солиқ юкини 120 млрд. юанга камайитириш; иқтисодий ўсишни молиявий қўллаб-қувватлаш даражасини ошириш.

Ушбу комплекс чора-тадбирлар махсус инқирозга қарши инвестицион дастур билан бирга тасдиқланган. ХХР ҳукумати мазкур дастурнинг ижросини таъминлаш мақсадида 4 трлн. юань (қарийб 580 млрд. АҚШ доллари) миқдорда маблағ ажратган. Шундан марказий бюджет маблағлари ҳисобидан дастурни ижро этиш учун 1,18 трлн. юань (қарийб 170 млрд. АҚШ доллари) маблағ ажратилган, яъни умумий харажатларнинг 30 фоизи қоплаб берилган. Бундан ташқари, Хитой ҳукумати саноатнинг ривожланишини қўллаб-қувватлаш мақсадида ўрта муддатли истиқболга мўлжалланган ўнта дастур ишлаб чиққан бўлиб, у иқтисодиётнинг қатор тармоқларини, жумладан, қора металлургия, автомобиль, текстиль ва енгил саноат, асосий воситаларни (жиҳозлар) ишлаб чиқариш, кemasозлик, нефть-кимё, рангли металлургия, транспорт, шунингдек, юқори технологиялар соҳасини қамраб олади.

Хитой Халқ Республикасининг 2009 йилдаги бюджет-солиқ сиёсатининг муҳим таркибий қисмлари сифатида давлат харажатларини сезиларли даражада ошириш, солиқ қонунчилигида истеъмол талабини кўпайтириш, қимматли қоғозлар билан операцияларни ривожлантириш, кичик бизнес ва тадбиркорликни қўллаб-қувватлаш, кўчмас мулк соҳасида фаолият юритаётган корхоналарга кўмаклашишга қаратилган мувофиқ ўзгаришларни амалга ошириш белгиланди. Бюджет дефицитининг ЯИМнинг 2,93 фоизи атрофида бўлиши (сўнги 60 йилдаги энг юқори кўрсаткич) кўзда тутилган бўлиб, унинг муайян қисми (200 млрд. юань миқдорда) давлат қимматли қоғозларини муомалага чиқариш орқали қопланиши белгиланди. Солиқ тизимидаги ислохотлар натижасида корхоналар ва аҳоли зиммасига тушадиган солиқ юки, дастлабки ҳисоб-китобларга кўра, 500 млрд. юанга камайиши кўзда тутилган.

ХХР пул-кредит сиёсати доирасида монетар сиёсатнинг ўзаро таъсир механизмини такомиллаштириш, кредит муассасалари ва уларни бошқариш устидан назорат

ратни кучайтиришга алоҳида эътибор қаратмоқда. Пул массасининг 17 фоизга ошиши, хусусан, 5 трлн. юань қўшимча қарз маблағлари сифатида ажратилиши белгиланди.

Малайзия банклари глобал молиявий инқироз шароитида молиявий ҳолати ва кўрсаткичлари жиҳатидан АҚШ ва Европа банкларига нисбатан барқарорликни сақлаб қолди. 2008 йилнинг охирига келиб Малайзия банк тизимининг ўртача рискка тортилган капитал коэффициенти ва асосий капитал коэффициенти мос равишда 12,7 ва 10,6 фоизни ташкил этди. Масаланинг яна бир муҳим томони шундаки, Малайзия банклари активларининг 90 фоиздан ортиғи миллий валюта – рингитда деминацияланган. Малайзия банкларининг жами депозитлари 2008 йилнинг декабрига келиб 29,3 млрд. рингитга ёки 11,3 фоизга ошган. Депозитларнинг ўсиш суръати кредитлар ҳажмининг ўсиш суръатидан (12,8%) ортда қолганлиги боис банкларнинг ссудаларнинг депозитларга нисбати коэффициенти 2008 йилнинг декабрига келиб 73,5 фоизни ташкил этган. Ваҳоланки, 2007 йилнинг охирида бу кўрсаткич 72,2 фоизни ташкил қилганди.⁵⁷

Малайзия ҳукумати жаҳон молиявий инқирози шароитида миллий молия тизимининг барқарорлигини сақлаб қолиш ва иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватлаш мақсадида қуйидаги чораларни амалга оширди:

– тижорат, ислом ва инвестиция банкларидаги миллий ва хорижий валютадаги барча турдаги депозитлар давлат томонидан (Perbadanan Insurans Deposit Malaysia орқали) 2010 йилнинг декабрига қадар тўлиқ кафолатланди;

– кафолатлаш тизими кўлами Малайзиядаги барча хорижий банк муассасалари (филиаллар)га қадар кенгайтирилди;

– барча суғурта компаниялари Bank Negara Malaysianинг

⁵⁷ Манба: [http:// www.maref.org](http://www.maref.org)

ликвидлилик дастурларидан фойдаланиш имконига эга бўлдилар;

– Куала Лумпур Фонд биржаси листингига киритилган “паст баҳоланган” компанияларга инвестиция қилиш учун 5 млрд. рингит ажратилди;

– банк тизими ликвидлигини ошириш, кредитлар ҳажмини оширишни қўллаб-қувватлаш ва қарз жалб қилиш харажатларини камайтириш мақсадида расмий овернайт ставкаси ва мажбурий захира талабномалари ставкаси пасайтирилди.

Қозоғистон Республикасининг глобал молиявий инқирозга қадар ҳам бир қатор ички иқтисодий муаммоларга юз тутиши кутилаётган бўлиб, унинг асосий сабаблари сифатида қуйидагиларни келтириш мумкин:

1. Иқтисодиётнинг етарли даражада диверсификацияланмаганлиги, хомашё ресурсларини технологик қайта ишлаш даражасининг пастлиги, мамлакат иқтисодиётининг нефть маҳсулотига бўлган жаҳондаги талаб ва баҳоларга юқори даражада боғлиқлиги. Миқдор жиҳатидан қараганда инқирозга қадар Қозоғистондаги иқтисодий ривожланишни тўла-тўқис муваффақиятли бўлганлигини эътироф этиш мумкин, бироқ ушбу иқтисодий ўсиш самарали иқтисодий ислохотлар натижаси эмас, балки нефть, дон, металл ва бошқа экспорт товарларига нисбатан жаҳон бозоридаги қулай конъюнктуранинг юзага келганлиги билан белгиланади.

2. Мамлакатдаги, айниқса, банк тизимидаги юқори даражадаги ташқи қарздорлик. Инқирозга қадар, яъни 2007 йилнинг августига келиб ташқи қарз 96,4 млрд. АҚШ долларидан ошди. Йирик тижорат банкларида ташқи қарздорлик банк пасивларининг қарийб ярмини ташкил этди ва бу ҳолат Қозоғистонда инқироз талофотларининг сезиларли даражада юқори бўлишига сабаб бўлди.

Қозоғистон банклари Фарб молия муассасаларидан арзон кредитларни (5 фоизли ставкага қадар) жалб қилиш орқали мижозларини, улар ҳақиқатда бундай кредитлар-

ни қайтариш имкониятига эга бўлмасалар-да, юқори ставкада (12 – 15 фоиз ставкаларида) кредитлаб келишди.

3. Банклар фаолиятини тартибга солиш ва назорат қилиш тизимининг заифлиги ва самарасизлиги. Назорат қилувчи органлар фаолияти ва меъёрий ҳужжатлардаги нуқсонлар туфайли мамлакатда сезиларли даражада юқори ташқи қарз шаклланди. Сўнгги бир-икки йил давомида ташқи қарзнинг сезиларли қисми норезидентларга қайтарилган бўлса-да, унинг ҳажми оша бошлади ва 2009 йилнинг 1 январь ҳолатига келиб 105,5 млрд. АҚШ доллариغا етди.

4. Банк активлари, хусусан, иқтисодиёт ва аҳолини кредитлаш кўламининг тез суръатларда ошиши. 2001 – 2007 йиллар мобайнида Қозоғистон банк секторининг ялпи активлари 30 баравардан зиёдга, иқтисодиётни кредитлаш ҳажми эса қарийб 50 бараварга ортди. Ваҳоланки, бу даврда номинал ЯИМ 2,5 бараварга, ташқи савдо айланмаси эса 7,1 бараварга ошган. Бундан ташқари, Қозоғистоннинг айрим йирик банклари умумий активлари таркибида хорижий активларнинг салмоғи 50 фоизгача етади. Ажабланарли томони шундаки, улар аксарият ҳолларда юқори рискли давлатларга, хусусан, Қирғизистон, Украина, Грузия, Тожикистонга инвестиция киритган.

Умуман олганда, ташқи қарз ҳисобига ички кредит экспансиясини амалга оширган Қозоғистон банклари глобал инқироз шароитида мураккаб вазиятга тушиб қолди. Бу ҳолат, ўз навбатида, қисқа муддатли спекулятив қарзга асосланмасдан, асосан, ички омиллар ҳисобидан банк тизими ресурсларини шакллантирган Ўзбекистоннинг танлаган йўли нақадар тўғри эканлигини ҳам кўрсатди.

2.3. Жаҳон молиявий инқирозини бартараф этишда пул-кредит сиёсати дастакларидан фойдаланиш амалиёти

Энди жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг салбий оқибатларини камайтириш ва бартараф этишда марказий банклар пул-кредит сиёсатининг роли ва ундаги ўзгаришлар, монетар сиёсат дастакларидан банк тизими ликвидлилигини оширишда фойдаланиш амалиёти ҳақида сўз юритамиз.

XX асрнинг 90-йиллари ва XXI асрнинг 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 мамлакат-

ларнинг марказий банклари пул-кредит сиёсати доира-сида 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 тизимига 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) сегментида кутилмаганда тўхталишлар юз берди. Бу эса, ўз навбатида, банклараро кредитлаш бозоридаги ликвидликнинг 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, экспертларнинг 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-мейкер (market makers of last resort) вазифасини ўташларига тўғри келди.

АҚШ ФЗТ ипотека бозоридаги танглик туфайли 2007 йилнинг декабрига келиб Ликвидлилик аукционларининг (TAF) бошланишини эълон қилгани ҳолда, ЕМБ 2008 йилнинг октябрига келиб LTROs/SLTRO аукционларини ўтказишни маълум қилди. ЕМБнинг ушбу аукционларида банклар 1 ойдан 6 ойгача муддатга кредитлар олиш имкониятига эга бўлди. Бу амалиётлар эса, ўз навбатида, анъанавий “дисконт ойнаси” инструментиغا қўшимча бўлди. Зеро, бу инструмент орқали банклар “overnight” дан тортиб бир ойгача бўлган муддатга кредит олиш имкониятига эга эди, холос. Бундан ташқари, TAF ва LTROs/SLTRO аукционларида бериладиган кредитларнинг гаров таъминоти ҳам А-дан BBB-гача рейтингга эга бўлган активлар ҳисобига кенгайтирилди.

2008 йилнинг март ойига келиб АҚШ ФЗТ бирламчи дилерларга қарз мажбуриятлари, шу жумладан, корпоратив ва муниципал облигациялар гарови остида ресурсларни ажратиш учун PDCF (Primary Dealer Credit Facility) дастурини жорий этди. 2008 март ойи охирига келиб АҚШ ФЗТнинг қарийб 1 трлн. АҚШ долларига тенг активларининг ярмидан зиёдроғи қуйидаги дастурларга сафарбар қилинди:⁵⁸

- 100 млрд. АҚШ доллари TAF дастурига;
- 100 млрд. АҚШ доллари ипотека қимматли қоғозлари билан 28 кунлик РЕПО операцияларига;
- 200 млрд. АҚШ доллари муддатли қимматли қоғозларни кредитга бериш дастурига (Term Securities Lending Facility);
- 36 млрд. АҚШ доллари валютавий своп келишувларига;

⁵⁸ www.federalreserve.gov/monetarypolicy/taf.htm

- 29 млрд. АҚШ доллари Bear Stearns банкини сотиб олишни рағбатлантириш учун кредитлар ажратишга;
- 30 млрд. АҚШ доллари PDCF дастурига.

Умуман олганда, АҚШ ФЗТнинг инқироз таъсирини юмшатишга қаратилган пул-кредит дастакларини уч гуруҳга бўлиш мумкин:

Биринчи гуруҳ дастаклар Марказий банкнинг сўнги навбатдаги кредитор сифатидаги анъанавий роли билан чамбарчас бўғлиқ бўлиб, банклар ва бошқа депозит ҳамда молия муассасаларига қисқа муддатли кредитларни ажратишни кўзда тутди. Анъанавий дисконт ойнаси, TAF, PDCF ва TSLF дастурлари, шунингдек, дунёнинг 14 та Марказий банки билан икки томонлама своп келишувлари шулар жумласидандир.

Иккинчи гуруҳ дастаклар асосий кредит бозорларидаги инвесторлар ва қарз олувчиларга тўғридан-тўғри ликвидликни таъминлашни тақозо этади. CPFF, AMLF, MMLFF ва TALF⁵⁹ дастурлари шу гуруҳга тааллуқлидир.

Ва ниҳоят, учинчи гуруҳ пул-кредит дастаклари ФЗТнинг очиқ бозор операциялари орқали кредит бозорларининг самарали фаолиятини рағбатлантириш билан боғлиқ бўлиб, ФЗТнинг қимматли қоғозлар портфелига узоқ муддатли қимматли қоғозларни жалб қилиш, яъни харид қилиш ёрдамида амалга оширилди. Масалан, 2008 йилнинг ноябрь ойида 100 млрд. АҚШ доллари миқдоригача “давлат ҳомийлиги остидаги корхоналар”нинг (Freddie Mac ва Fannie Mae) қарз мажбуриятларини; 500 млрд. АҚШ доллари миқдоригача ипотека қимматли қоғозларини харид қилишни эълон қилди.

Шунингдек, 2009 йилнинг март ойида АҚШ ФЗТ 300 млрд. АҚШ доллари миқдоригача узоқ муддатли АҚШ Ҳазначилик қимматли қоғозларини харид қилишини, “давлат ҳомийлиги остидаги корхоналар” қарз мажбуриятла-

⁵⁹ АҚШ ФЗТ веб саҳифасида (www.federalreserve.gov) ушбу дастурлар ҳақида батафсил маълумот берилган.

ри ва ипотека қимматли қоғозлари харидини мос равишда 200 млрд. ва 1,25 трлн. АҚШ долларига оширишини маълум қилди.⁶⁰

Европа Марказий банки ҳам инқироз авж олиши билан банк сектори ликвидлигини ошириш чораларини кўрди. Бу мақсадда ЕМБ банкларга ажратилган кредитлар бўйича гаров сифатида қабул қилинадиган қимматли қоғозлар рўйхатини эълон қилди. Бу рўйхатга нафақат активлар билан таъминланган облигациялар, жумладан, ипотека облигациялари, балки айрим корпорацияларнинг акциялари ҳам киритилди. Бироқ гаров сифатида олинган қимматли қоғозлар еврода деноминацияланган бўлиши лозим. Қарийб саккиз мингта тижорат банклари ЕМБнинг "дисконт ойнаси"дан фойдаланиш имкониятига эга бўлди. Шунингдек, гаровнинг ҳақиқий бозор баҳоси мавжуд бўлмаган шароитда ЕМБ гаровни баҳолашни ўз зиммасига олди.

ФЗТ ва ЕМБдан фарқли равишда Англия банки ликвидлиликни ошириш бўйича ғайритабиий операцияларни қўллаш йўлидан бормади. Бироқ 2007 йилнинг сентябридан турли облигациялар, хусусан, ипотека облигациялари билан Репо операцияларини фаол ўткази бошлади. 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 банкларга 250 млрд. фунт стерлинг, фонд ва банклараро бозорларга мос равишда 200 ва 250 млрд. фунт стерлинг бўлган қисқа ва ўрта муддатли қарз мажбуриятлари гарови асосида қўшимча ликвидлиликни тақдим этишни кўзда тутди.⁶¹

⁶⁰ http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm

⁶¹ Англия банки маълумотлари – www.bankofengland.co.uk

Умуман олганда, молиявий-иқтисодий инқироз 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. Бошқачароқ айтганда, марказий банклар мазкур қимматли қоғозларини баҳолаш рискинни ўз зиммаларига олдилар ва ҳақиқатда молиявий секторни субсидиялашга ҳаракат қилдилар.

Ҳозирда жаҳон молия соҳасида юзага келган мураккаб вазиятни етакчи индустриал давлатлар пул-кредит сиёсатининг хусусиятлари билан тушунтириш мумкин. Пул-кредит сиёсати назариясининг энг долзарб муаммоларидан бири – бу монетар органларнинг молиявий активлар баҳосининг ўсишига нисбатан реакциясидир. Биржа ва биржадан ташқари котировкаларнинг мунтазам ўсиб бориши фонд бозорида ёки кўчмас мулк бозорида молиявий кўпикларнинг юзага келишига замин яратади.

1997 – 2008 йилларда жаҳон иқтисодиёти молиявий бозорлардаги спекулятив кўпиклар туфайли бир неча бор таҳликали вазиятларга тушиб қолди. Шунга қарамай, ҳанузгача спекулятив кўпикларни бартараф этишнинг амалий усуллари ишлаб чиқилган эмас. Билакс, монетар органларнинг бундай кўпикларнинг юзага келишига йўл қўймаслик бўйича стратегияси масаласи ҳатто назария даражасида ҳам ўз ечимини топмаган.

Иқтисодий адабиётларда юқоридаги муаммога нисбатан икки хил ёндашув кўзга ташланади. Биринчи ёндашувга мувофиқ, монетар органлар молиявий активлар баҳоларига оид мақсадли мўлжалларни белгиламасликлари ва фонд бозоридаги фаолликни фоиз ставкасидан фойдаланиб пасайтирмасликлари лозим.⁶² Иккинчи ёнда-

⁶² Bernanke B., Gertler M. Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? // www.princeton.edu/bernanke/currentpapers.htm

шув тарафдорлари эса, аксинча, фонд бозоридаги кескин спекулятив фаолликни пасайтириш учун пул-кредит сиёсати дастакларидан фойдаланиш лозимлигини таъкидлайдилар.⁶³

Маълумки, молиявий активлар баҳосининг динамикаси молиявий активлар келтирадиган даромаднинг соф қийматиغا нисбатан хўжалик субъектларининг рационал кутишлари билан аниқланади. Шунга мувофиқ тарзда спекулятив кўпиклар инвесторлар томонидан рискни нотўғри баҳолаш ёки бозорнинг фундаментал шарт-шароитларини тўлиқ эътиборга олмаслик натижасида шаклланади.

Айни пайтда, амалиётда фонд бозоридаги тенденцияларни изоҳлаш бир оз қийинчилик ҳам туғдириши мумкинлигини таъкидлаш жоиз. Чунки бу тенденциялар спекулятив омиллар эмас, балки корпорациялар қиймати ўзгаришининг фундаментал омилларини ўзида ифода этиши мумкин. Шунингдек, молиявий активлар баҳосининг ўзгариши жаҳон иқтисодиётидаги ортиқча ликвидлилик натижасида ҳам юз бериши мумкин. Бу ҳолатда ортиқча ликвидлилик активлар баҳосининг ўсиши ва истеъмол нархларининг ошишига олиб келади. Шундан келиб чиқиб Ч.Гудхарт инфляция индексини ҳисоблашда биржа котировкаларини ҳисобга олишни таклиф этади.⁶⁴

Фонд бозоридаги спекулятив кўпиклар банк сектори учун ҳам салбий оқибатларни келтириб чиқаради. Чунки улар томонидан гаров тариқасида олинган қимматли қоғозлар баҳосининг фалокатли даражада тушиб кетиши банк инқирозини янада рағбатлантиради. Кредит олувчи томонидан мажбуриятларнинг ўз вақтида бажарилмаслиги натижасида гаровга олинган қимматли қоғозни фонд

⁶³ Roubini N. Why Central Banks Should Burst Bubbles // www.rgemonitor.com

⁶⁴ Goodhart Ch. What weight should be given to asset prices in the measurement of inflation // *Economic Journal*. 2001. Vol. III. June. – P.335.

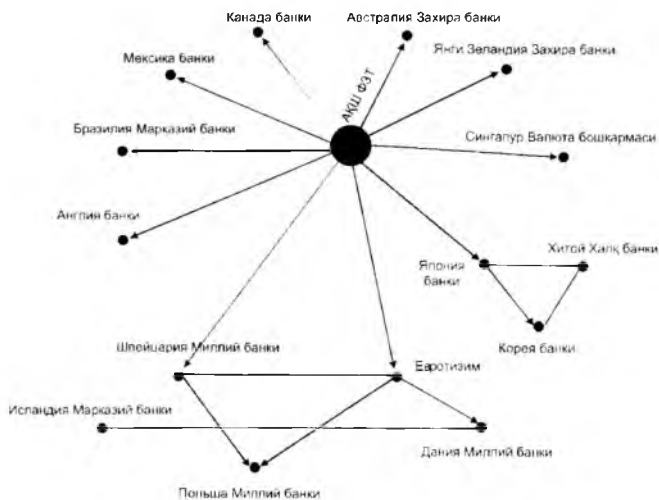
бозорида сотишга тўғри келса, бу ҳолат қимматли қоғозлар таклифининг ошишига олиб келади. Инчунин, бозор иқтисодиётининг талаб ва таклиф қонунига кўра, таклифининг ошиши баҳонинг пасайиши билан якун топади. Бу эса қимматли қоғозлар баҳосининг пасайиш жараёнининг янада кескинлашувига, пировардида банкларнинг муаммоли активлари миқдорининг ошишига олиб келади. Бу вазиятда тизимли инқирознинг юзага келиш хавфи юқори бўлади. Шу сабабли фонд бозори ва банк соҳаси чегарасини аниқ белгилаш талаб этилади. Банклар учун гаров сифатида акция ва облигацияларни қабул қилишда захира талабномаларини жорий этиш лозим бўлади. Шунингдек, тижорат банклари томонидан тузилмали молия инструментлари, шунингдек, активларни секьюритизациялаш жараёнида муомалага чиқариладиган молиявий инструментларни гаровга олишни тақиқлаш даркор.

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.

Глобал молиявий инқироз шароитида дунёнинг қатор марказий банклари миллий банк тизимидаги хорижий валютадаги ликвидликни таъминлаш мақсадида икки томонлама своп келишувларига киришдилар. Европа Марказий банки ва Швейцария Миллий банки ўртасидаги своп линиялари 2007 йилнинг декабрида очилган бўлса, 2008 йилнинг сентябрига келиб Леман Бразерснинг (Lehman Brothers) таназзулга учраши билан мавжуд своп линия-

лари ҳажми икки бараварга оширилиб, своп линиялари тармоғига Канада банки, Англия банки ва Япония банки ҳам қўшилди ва своп линияларининг умумий миқдори 247 млрд. АҚШ долларини ташкил этди.⁶⁵ Ликвидлилик муаммолари дунё банкларини қийин аҳволга солиб қўйгач, своп келишувлари Австралия ва Янги Зеландия, Осиё ва Лотин Америкасидаги турли мамлакатлар марказий банклари ўртасида ҳам йўлга қўйилди (7-расмга қаранг).⁶⁶ Қатор марказий банклар минтақавий своп келишувларини ҳам тузишиб, тегишли минтақа валюталаридаги ликвидлиликни тартибга солишга ҳаракат қилдилар.

Марказий банкларнинг своп линиялари тармоғи



7-расм

⁶⁵ Халқаро Ҳисоб-китоблар банки маълумотлари (www.bis.org).

⁶⁶ http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm

9-жадвал
1998 – 2009 йилларда глобал биржадан ташқари деривативлар бозори (трлн. АҚШ доллари)⁶⁷

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқироzi

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 (июнь)
Жами, шу жумладан:	80	88	95	111	142	197	258	298	415	595	547	605
Валюта битимлари:	18	14	16	17	18	24	29	31	40	56	44	49
форвардлар	12	10	10	10	11	12	15	16	20	29	21	23
валютавий своплар	2	2	3	4	5	6	8	9	11	14	13	15
опционлар	4	2	2	2	3	6	6	7	10	13	10	11
Физ ставкаси учун битимлар:	50	60	65	78	102	142	191	212	292	393	386	437
Физ ставкасига форвардлар	6	7	6	8	9	11	13	14	19	27	35	47
Физ ставкасига своплар	36	44	49	59	79	111	151	169	230	310	310	342
опционлар	8	9	9	11	14	20	27	29	43	57	41	48
Акциялар билан боғлиқ битимлар:	1	2	2	2	2	4	4	6	7	8	6,2	6,6
Форвардлар ва своплар	0	0	0	0	0	1	1	1	2	2	1,6	1,7
опционлар	1	2	2	2	2	3	4	5	6	6	4,6	4,9
Хошаши товарларига битимлар	0	1	1	1	1	1	1	5	7	8	3,8	3,7
олтин	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0,3	0,4
Бошқа товарлар	0	0	0	0	1	1	1	5	6	6	3,5	3,3
Дефолтдан сууртмалаш (credit default swaps)	-	-	-	-	-	-	6	14	29	58	42	36

⁶⁷ OTC derivatives market, first half 2009 (www.bis.org).

9-жадвал маълумотларининг кўрсатишича, 2009 йилга келиб глобал биржадан ташқари деривативлар бозори 605 трлн. АҚШ долларига етган. Бу эса жаҳон ялпи ички маҳсулотига нисбатан қарийб 10 баравар кўп демакдир.

Ушбу ҳолат 2001 – 2004 йилларда АҚШда ФЗТ раиси А.Гринспен томонидан қўлланилган кейнсча “арзон пуллар” конценцияси нега 1960 – 1970 йиллардаги самарани бермаганлигини асослашга хизмат қилади. Чунки реал сектор ва молия сектори ўртасидаги нисбат 1970 йиллардагига нисбатан ХХI асрнинг бошларига келиб кескин ўзгарди, яъни молиявий сектор реал секторга нисбатан бир неча бараварга ошиб кетди. Натижада юмшоқ пул кредит сиёсатини қўллаш реал сектордаги ишлаб чиқариш жараёнларини ривожлантиришга эмас, балки асосан молиявий сектордаги операцияларни ривожлантиришга хизмат қилди. Бинобарин, секьюритизациялаш жараёнлари ва мураккаб тузилмали молиявий маҳсулотлар шун-

10-жадвал

1945 – 2008 йилларда АҚШ қоғоз пули – долларнинг олтин билан таъминланган 1 АҚШ долларига нисбати⁶⁸

Йиллар	АҚШ қоғоз пули – долларнинг олтин билан таъминланган 1 долларга нисбати
1945	1,15
1953	1,29
1961	1,83
1965	2,55
1969	4,75
1971	5,68
2008	79,28

⁶⁸ www.abird.ru веб саҳифаси маълумотлари асосида тузилди.

доқ ҳам арзон пул маблағларини жалб қилиш имконини берарди. Бундай инновацион молиявий маҳсулотларни самарали тартибга солиш тизими шакллантирилмаган ҳолда ФЗТнинг экспансион сиёсати молия секторидаги “қоғоз пирамидаси”ни, бошқачароқ айтганда, “совун кўпи-ги”нинг янада кенгайишига хизмат қилди.

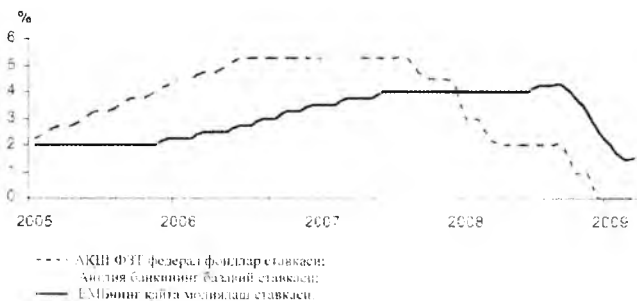
Юқорида келтирилган 10-жадвал маълумотларидан кўриш мумкинки, 1971 йилга (ушбу йилдан бошлаб АҚШ Президенти Никсон АҚШ қоғоз пули – долларни олтинга айирбошлаш мажбуриятидан воз кечган эди) қадар ҳам долларнинг олтин таркиби пасайиш тенденциясига эга бўлган. Ваҳоланки, XX асрнинг 70-йилларига қадар жаҳон валюта тизимида муомалага чиқарилган пул қиймати олтин ёки товар билан таъминланарди.⁶⁹

2008 йилда долларнинг олтин паритети сақланиб қолганда унинг нисбати 79,28:1 бўлиши мумкин эди. Бу эса АҚШда пул босиш дастгоҳининг нақадар “самарали” ишлаётганлигидан далолат беради. Қатор ривожланаётган давлатлар миллий валюталарининг барча пул функцияларини бажара олмасликлари (айниқса, жамғарма воситаси функцияси). миллий валюта алмашув курси барқарорлигини таъминлаш учун етарли даражада хорижий валюта захираларининг талаб этилиши каби омиллар АҚШ валютасининг жаҳон валютаси функциясини бажараётганлигидан далолат беради. Бироқ АҚШ ҳудудидан ташқарига чиққан ҳар бир АҚШ долларини товар билан таъминлаш муаммоси, табиийки, ривожланаётган давлатлар зиммасига тушади. Бошқачароқ айтганда, доллар фетишизми авж олган давлатларда АҚШ долларининг юқори қийматли активлар олди-сотдисидида фойдаланилиши, мазкур мамлакатлар аҳолисининг АҚШ халқи ва конгрессини узоқ муддатли фоизсиз кредитлашини ҳам англата-

⁶⁹ Зокирова Н., Абдурахмонов О. Инкироз: оқибатлар, бартараф этиш, меҳнат муаммолари ва янги марраларга чиқиш. – Тошкент: Fan va texnologiya, 2009. – Б.27.

ди. Айти пайтда, ривожланаётган мамлакатларнинг АҚШ доллари алмашув курсининг барқарор бўлишидан манфаатдорлиги ортиб бормоқда. Чунончи, халқаро валюта захиралари таркибида АҚШ долларининг салмоғи сезиларли даражада юқори бўлиб, АҚШ долларининг бошқа етакчи валюталарга нисбатан қадрсизланиши ривожланаётган давлатлар халқаро валюта захиралари қийматининг пасайишига сабаб бўлади.

2005 – 2009 йилларда ФЗТ, Англия банки ва ЕМБнинг асосий фоиз ставкалари⁷⁰



8-расм

2007 йилнинг август ойидан бошлаб АҚШ ФЗТ дисконт ставкасини 5,25 дан 2009 йилнинг биринчи чорагига келиб қарийб 0 ставкага тушириш орқали тадрижий “юмшоқ” пул-кредит сиёсатини қўллади. Бундан ташқари, ФЗТ рецессия даврида юқори рискли активларни харид қилиш амалиётини йўлга қўйди. АҚШ ФЗТнинг рағбатлантириш сиёсати (quantitative easing) 2008 йилнинг тўртинчи чорагига Муддатли аукцион дастури (Term Auction Facility – TAF), давлат қимматли қоғозлари ва ипотекага асослан-

⁷⁰ АҚШ ФЗТ, Англия банки ва ЕМБ маълумотлари асосида тузилган.

ган қимматли қоғозларнинг (Mortgage Backed Securities – MBS) айрим категорияларини харид қилишнинг эълон қилиниши ва амалга оширилиши билан янада авж олди. Ушбу механизмлар орқали ФЗТ мамлакат молия тизими-га сезиларли даражада йирик ликвидликни тақдим этди. 2008 йилнинг август ойидан 2009 йилнинг бошларига келиб, ФЗТнинг баланси қарийб 2,5 мартага (800 млрд. АҚШ долларидан 2 трлн. доллардан ортиққа) кенгайди.⁷¹ Бу орқали ФЗТ глобал молиявий инқироз туфайли тижорат банклари ва бошқа муассасаларнинг молиявий воситачилик борасида вақтинчалик йўқотган имкониятларини тиклашга ҳаракат қилди.

Шунингдек, АҚШ ФЗТ банк ресурсларини оширишни рағбатлантириш мақсадида мажбурий захира талабномаларини ҳам бир оз енгиллаштирди. АҚШда 2009 йилнинг 31 декабридан бошлаб трансакцион депозитлар бўйича табақалашган мажбурий захира ставкалари қуйидагича белгиланди:⁷²

а) 0 АҚШ долларидан 10,7 млн. АҚШ долларигача бўлган трансакцион депозитларга нисбатан 0%;

б) 10,7 млн. АҚШ долларидан ортиқ ва 55,2 млн. АҚШ долларигача бўлган трансакцион депозитларга нисбатан 3%;

в) 55,2 млн. АҚШ долларидан ортиқ бўлган трансакцион депозитларга нисбатан 10%.

Зеро, 2009 йилнинг 1 январидан 10,3 – 44,4 млн. АҚШ доллари оралиғидаги трансакцион депозитлар 3 фоизли мажбурий захира талабномаларига, ундан ортиғи эса 10 фоизлик мажбурий захира ставкасига тортилар эди.

Айни пайтда, АҚШ ФЗТ дисконт ойнасининг жорий фоиз ставкалари қуйидагича белгиланган:⁷³

- бирламчи кредитлар (primary credit) – 0,50%;
- иккиламчи кредитлар (secondary credit) – 1,00%;

⁷¹ АҚШ ФЗТ маълумотлари (www.federalreserve.gov).

⁷² АҚШ ФЗТ маълумотлари (www.federalreserve.gov).

⁷³ <http://www.frbdiscountwindow.org/index.cfm>

- мавсумий кредитлар (seasonal credit) – 0,15%;
- федерал фондлар ставкаси (fed funds target) – 0 – 0,25%.

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 февралда 1%га, 5 мартдан эса 0,5%га пасайтирилди. 2010 йилнинг январь ойида Монетар сиёсат қўмитаси расмий банк ставкасини ўзгартирмасликка қарор қилди (11-жадвалга қаранг).

11-жадвал

2007 – 2010 йилларда Англия банки расмий банк ставкасининг ўзгариши⁷⁴

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
2010 йил 7 январь	0,5

Бундай ҳолат Европа Марказий банки монетар сиёсатида ҳам кузатилди. 2008 йил давомида қайта молия-

⁷⁴ Англия банки маълумотлари асосида тузилди.

лаш ставкаси 4,25 фоиздан 2,5 фоизга туширилди, 2009 йилнинг 21 январидан бошлаб 2,0 фоизга туширилиши белгилаб қўйилди. Ҳозирда ЕМБнинг қайта молиялаш ставкаси 1 фоизни ташкил этади.⁷⁵

2009 йилнинг якунига келиб АҚШ ФЗТнинг фойдаси 45 млрд. АҚШ долларини ташкил этган. Бу рекорд сумма бўлиб, бунга қадар энг яхши натижа 2007 йилда 34,6 млрд. доллар бўлганди. Масаланинг қизиқ томони шундаки, АҚШнинг йирик банклари бўлмиш Bank of America, Goldman Sachs ва JP Morgan соф даромадларини умумлаштирганда ҳам ФЗТнинг даромади юқори бўлган. ФЗТнинг сезиларли даражада юқори даромади облигацияларни паст баҳоларда харид қилиш ва банкларга берилган қисқа муддатли кредитлардан келган фоиз даромадлари ҳисобидан шаклланган. АҚШ ФЗТ, ўз навбатида, ушбу маблағларни АҚШ Молия вазирлигига қайтариши лозим.

2010 йилнинг январь оyi бошларига келиб АҚШ Президентининг чиқишларида йирик тижорат банклари учун қўшимча солиқ жорий қилиш орқали ҳукумат томонидан молиявий ёрдам сифатида кўрсатилган маблағларни тўлалигича бюджетга қайтариш масаласи кўтарилди бошлади.

Президент Б.Обама томонидан жорий этилиши мўлжалланган солиқ 50 та энг йирик молия муассасаларига тааллуқли бўлиб, ундан мақсад солиқ тўловчиларнинг мазкур молия муассасаларини қутқаришга сарфланган пул маблағларини қайтариб олишдир. АҚШ Президентининг бундай тўхтама келиши қутқарилган молия муассасалари ҳисоботларидаги катта миқдордаги фойда ва бонусларнинг акс эттирилиши билан боғлиқ. Бу хусусда АҚШ Президенти Б.Обама Оқ уйда қуйидагиларни таъкидлади: “Биз пулларимизни қайтариб олишни истаймиз ва уни оламиз ҳам”.

Ушбу солиқ тўловлари активлари миқдори 50 млрд. АҚШ долларидан юқори бўлган молиявий муассасалар-

⁷⁵ <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

га жорий қилинади. Бу тўловларнинг банк мажбуриятларига асосланиши кўзда тутилган бўлиб, унинг Citigroup Inc., American International Group Inc. ва Bank of America Corp. каби компанияларга жорий қилиниши 2010 йилнинг 30 юнидан бошланиши кўзда тутилган.

АҚШ маъмуриятининг баҳолашича, ундириладиган солиқлар 10 йил мобайнида 90 млрд. АҚШ доллари ва 12 йил мобайнида 117 млрд. АҚШ долларидан ошади. Шунингдек, маъмурият расмийлари 10 йиллик рақамлар Муаммоли активларни қутқариш дастуридан (the Troubled Asset Relief Program) кўрилган барча зарарларни қоплашни тахмин қилишмоқда.⁷⁶

Республикамизда Марказий банк томонидан 2009 йилнинг 1 сентябрига келиб мажбурий захира меъёри тижорат банклари депозитларининг муддатига қараб табақалаштирилди. Жумладан, мажбурий захира ставкаси банкларнинг депозитлари муддатига қараб қуйидагича белгиланди:⁷⁷

- муддати бир йилгача бўлган депозитлар учун 15 фоиз;
- бир йилдан уч йилгача бўлган депозитлар учун 12 фоиз;
- уч йилдан ортиқ бўлган депозитлар учун 10,5 фоиз.

Бунга қадар тижорат банклари депозитлари муддатидан қатъи назар, бир хил 15 фоизли мажбурий захира талабномаларига тортилар эди (2-иловага қаранг). Бу эса банкларнинг депозит базасини барқарор манба ҳисобланган муддатли депозитлар орқали мустаҳкамлашни рағбатлантирмас эди. Узоқ муддатли депозитларга нисбатан паст мажбурий захира талабномаларини жорий этиш тижорат банкларининг ресурс базасини янада мустаҳкамлашга хизмат қилади.

⁷⁶ <http://www.bloombera.com/apps/news?pid=20601070&sid=auzas-RLscCSY>

⁷⁷ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари (www.cbu.uz).

2.4. Глобал валюта-молия тизимини ислоҳ қилиш муаммолари

2008 йилда бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози амалдаги жаҳон валюта тизимини яна бир бор синовдан ўтишини тақозо этиб, унинг иқтисодий муносабатлар, хусусан, валюта муносабатлари соҳасидаги барқарорликни таъминлаш борасида етарлича нуқсонлари мавжудлигини кўрсатди. Айти пайтда, глобал молиявий барқарорлик ва жаҳон иқтисодиётининг барқарор суръатларда ўсишини таъминлаш учун қандай халқаро захира валюта зарурлиги борасидаги саволлар, жаҳон валюта-молия тизимини ислоҳ қилиш борасидаги музокара-лар кўпая бошлади.

Таъкидлаш лозимки, глобал молиявий барқарорликни таъминлаш муаммосини ҳал этиш мақсадида турли тизимлар, хусусан, олтин стандарти, олтин-девиз стандарти, Бреттон-Вудс тизими амал қилди. Шунга қарамай, қўйилган муаммо тўла-тўқис ҳал этилмади. Ҳозирги кунда эса, жорий жаҳон молия тизимидаги нуқсонлар кўзга ташланиб қолган бир шароитда ушбу масала янада мураккаб тус олмоқда.

Маълумки, амалдаги Ямайка валюта тизими куйидаги асосий тамойилларга асосланади:

- олтинни расмий демонитизация қилиш, яъни жаҳон пули сифатида олтиндан воз кечиш;
- давлатларга исталган валюта курси режимини танлаш ҳуқуқини бериш;
- халқаро ҳисоб-китоб валюта бирлиги – СДРни (“маҳсус қарз жалб қилиш ҳуқуқи”) жаҳон захира активи сифатида муомалага киритиш;
- ХВФга жаҳон валюта тизимининг ривожланиши ус-тидан назорат қилиш ваколатини бериш.

Сўнгги пайтларда халқаро валюта муносабатларида сезиларли ўзгаришлар юз берди: ташқи бозорлардаги валюталар ва уларнинг товар таъминоти ўртасидаги

алоқадорлик йўқолди; бозор иштирокчилари учун валюталарнинг ликвидлиги, уларнинг товарга айирбошла-ниш қобилиятидан кўра муҳимроқ аҳамият касб эта бош-лади; барча пул функцияларини бажарувчи валюталар ўртасида резерв валюта мақоми учун рақобат кучайди.

Мамлакатлар валюта курси режими барқарорлигини таъминлаш учун юқори ликвидликка эга бўлган хорижий валюталарни захира сифатида сақлашларига, зару-рат туғилганда, улар ҳисобидан курс шаклланиши жара-ёнига аралаштиришларига тўғри келди.

Тадқиқотлар кўрсатишича, 2001 йилдан бошлаб АҚШ долларисидаги халқаро захиралар ҳажми пасайиш тенден-циясига эга бўлган. Айтиш жоизки, АҚШ долларига рақобат-дош валюта саналаётган евродаги захиралар ҳажми ҳисо-бот даврида 2001 йилга нисбатан 6,7 млрд. долларга ошган. Шунингдек, фунт стерлингдаги захиралар ҳажми-да ҳам ўсиш кузатилган. Бироқ, Япония иени ва Швейца-рия франкидаги халқаро валюта захиралари миқдори ҳисобот даврида кескин камайган (12-жадвалга қarang).

12-жадвал

Хорижий валюта захиралари таркиби⁷⁸

(млрд. долл.)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
АҚШ долларлари	70,7	66,5	65,8	65,9	66,4	65,7	64,1	64,0
Евро	19,8	24,2	25,3	24,9	24,3	25,2	26,3	26,5
Буюк Британия фунт стерлинги	2,7	2,9	2,6	3,3	3,6	4,2	4,7	4,1
Япон иени	5,2	4,5	4,1	3,9	3,7	3,2	2,9	3,3
Швейцария франки	0,3	0,4	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1
Бошқа валюталар	1,2	1,4	1,9	1,8	1,9	1,5	1,8	2,0

⁷⁸ Жадвал ХВФ маълумотлари асосида тузилган.

Шубҳасиз, АҚШ доллари ва евро ислоҳотлардан кейинги янги валюта тизимида ҳам етакчи позицияни сақлаб қолади, бироқ уларнинг жаҳон пули сифатида фойдаланилиши даражаси АҚШ ва Европа Иттифоқининг иқтисодий-валютавий салоҳиятига ҳамда мазкур жаҳон молиявий марказлари ўртасидаги кучлар нисбатига боғлиқ.

Шундай бўлсада, инқироз шароитида АҚШ долларининг беқарорлиги боис, ундан халқаро тўлов ва захира воситаси сифатида фойдаланиш билан боғлиқ рисклар ортди. Чунки АҚШда пул эмиссияси ва Ҳазначилик қимматли қоғозларининг ҳажмини ошириш ҳисобидан инқирозга қарши чоралар дастури молиялаштирилди. Айна пайтда, АҚШ ФЗТ томонидан эмиссия қилинган 100 купюралик долларнинг 2/3 қисми АҚШ ҳудудидан ташқарида муомалада фойдаланилмоқда.

Рискдан кўриладиган зарарни камайтириш мақсадида мамлакатлар валюта захиралари таркибида АҚШ доллари салмоғини камайтириш, шунингдек, АҚШ қимматли қоғозларини харид қилишни қисқартириш чораларини кўришларига тўғри келмоқда. Масалан, АҚШ долларининг жаҳон валюта захиралари таркибидаги салмоғи 2009 йилга келиб, 1999 йилдаги 70,9 фоиздан 62,8 фоизга камайган. Айна пайтда, евронинг салмоғи тегишли даврда 18 фоиздан 27,5 фоизга ортган.

Шунга қарамай, жаҳон валюта тизимининг барқарорлигини таъминлаш мақсадида АҚШ доллари ва евро муомалада бўлгани ҳолда, халқаро захира валютани ташкил этиш масаласи жиддий баҳсларга сабаб бўлмоқда.

Назарий жиҳатдан халқаро захира валюта аниқ қоидалар асосида эмиссия қилиниши ва барқарор пул таклифини таъминлай олиши лозим; иккинчидан, унинг таклифи ўзгарувчан талабга ўз вақтида мослаша олиши, яъни етарли даражада эгилювчан (мослашувчан) бўлиши керак; учинчидан, талабга мослашиш учун халқаро захира валютаси таклифида юз берадиган ўзгаришлар муайян бир давлатнинг иқтисодий ҳолати ва манфаатларига боғ-

лик бўлмаслиги керак. Жорий инқироз амалдаги молия тизимини ислоҳ қилиш заруратини кўрсатмоқда. Бошқача айтганда, глобал иқтисодий ва молиявий барқарорликни таъминлаш мақсадида барқарор қийматга эга бўлган, маълум эмиссия қоидаларига асосланган ва мослашувчан таклифни таъминлайдиган халқаро захира валютасини ташкил қилиш зарурати кучаймоқда.

Таъкидлаш лозимки, жорий инқироз ва унинг кенг кўламда ёйилиши амалдаги жаҳон молия тизимида нуксонлар ва тизимли рисклар мавжудлигини тасдиқлади. Чунончи захира валюталарни эмиссия қилувчи давлатлар доимо ички монетар сиёсат мақсадларига эришиш ва бошқа давлатларнинг захира валюталарга бўлган талабини қондириш каби муаммоларни ҳал қилишларига тўғри келади. Бироқ бу халқаро талаб ва ички мақсадни бир пайтда таъминлаш имкони мавжуд эмас. Масалан, мамлакат ичида инфляция билан курашилаётган бир шароитда халқаро ликвидлиликка бўлган талабни тўлиқ қондириш мантиқсиздир. Чунки пул таклифининг ошиши инфляция жараёнларини янада кескинлаштиради, айти пайтда халқаро ликвидлиликка бўлган талабнинг қондирилмаслиги жаҳон иқтисодиётидаги мувозанатнинг бузилишига сабаб бўлади.

Бошқа томондан, бутун дунёни ликвидлилик билан таъминлашга уринган ҳолда эмитент-давлатлар захира валюталари қийматини сақлай олмаслигини ифода этувчи Триффин дилеммаси ҳали-ҳануз мавжуд.

Шундай қилиб, халқаро молия тизимини ислоҳ қилишнинг мақсадларидан бири бўлиб, алоҳида давлатга боғлиқ бўлмаган ва узоқ муддатли истиқболда барқарор бўлиб қоладиган халқаро захира валютасини яратиш ҳисобланди. Ваҳоланки, халқаро захира валютасини яратиш ғояси бугунги кунда илгари сурилаётгани йўқ. Масалан, 1940 йилларда Ж.Кейнс томонидан 30 та базавий товар қийматига асосланган валютани (Валкор) муомалага киритиш режаси таклиф этилган. Бироқ бу таклиф

Бреттон Вудс конференциясида нафақат қабул қилинмади, балки муҳокама учун кун тартибига ҳам қўйилмади.

1969 йилга келиб, ХВФ Бреттон Вудс тизимидаги нуқсонлар ойдинлашиб қолгач, СДРни ташкил этди. СДР эса, ундан фойдаланиш ва тақсимлаш кўламининг юқори эмаслиги оқибатида кутилганидек ривож топмади.

Фикримизча, барқарор алмашув курсига эга бўлган, кенг кўламда тан олинадиган янги халқаро захира валютани шакллантириш узоқ истиқболда ҳал этиладиган масалалардан ҳисобланади. Шу боисдан, ҳозирги кунда жаҳон валюта тизимини ислоҳ қилишда асосий эътибор СДРни оммалаштиришга қаратилиши мақсадга мувофиқ. Чунки СДРда халқаро захира валютанинг салоҳияти ва хусусиятлари мужассамдир. Даставвал, СДР тақсимотини ошириш, сўнгра унинг фойдаланиш кўламини кенгайтириш талаб этилади. Пировард мақсад шундан иборатки, аъзомамлакатларнинг халқаро захира валютасига бўлган талаби тўлиқ қондирилиши лозим.

Мазкур йўналишдаги чора-тадбирлар сифатида қуйидагиларни келтириш мумкин:

– СДР ва бошқа валюталар ўртасида ҳисоб-китоб тизимларини шакллантириш. Бунинг натижасида ҳозирги кунда фақат ҳукуматлар ва халқаро молия институтлари ўртасидаги ҳисоб-китобларда фойдаланилаётган СДР халқаро савдо ва молиявий операцияларда кенг фойдаланиладиган тўлов воситасига айланиши мумкин;

– халқаро савдо, хом-ашё бозорларида баҳоларнинг шаклланиши, инвестициялар ва корпорацияларнинг бухгалтерия ҳисобида СДРдан фаол фойдаланишга рағбатлантириш. Натижада миллий валюталарда деномицияланган активлар баҳосининг тебраниши ва у билан боғлиқ рискларни камайтириш мумкин;

– СДРда деноминацияланган молиявий активларни муомалага чиқариш. Бу мақсадда СДРда котировка қилинадиган қимматли қоғозларни муомалага чиқариш кўзланган мақсад сари яхши ибтидо бўлиши мумкин.

Фикримизча, СДР қийматининг шаклланиши учун асос бўлган валюталар савати янада кенгайтирилиши, унга барча йирик иқтисодиётга эга бўлган давлатлар валюталари киритилиши лозим.

Сўнгги навбатдаги кредитор ҳисобланмиш ХВФни тузилмавий ислоҳ қилиш, унинг фаолият юритиш принципларини қайта кўриб чиқиш масаласи ҳам қатор иқтисодчилар, экспертлар ва сиёсатчилар томонидан кўтарилмоқда. Бунга сабаб ХВФнинг кўп йиллар мобайнидаги фаолияти давомида тенг ҳуқуқли халқаро ҳамкорлик, аъзо-давлатларни зарурат туғилганда ўз вақтида кредитлаш, шунингдек жаҳондаги валюта-иқтисодий барқарорликни таъминлаш вазифаларини тўла қонли бажара олмаганлигидир.

Чунки ХВФнинг тартибга солиш сиёсати ундан қарз сўраб мурожаат қилган, унинг кредитларидан фойдаланаётган давлатларга нисбатан қўлланилади, бошқача айтганда, ХВФнинг таъсир кўлами асосан ривожланаётган ва бозор иқтисодиёти қарор топаётган давлатларни қамраб олади. Айни пайтда, ХВФ сиёсатининг таъсир доирасига унинг кредитларидан фойдаланмайдиган ривожланган давлатлар кирмайди. Бошқача айтганда, ХВФ АҚШ каби ривожланган саноат давлатларининг иқтисодий сиёсатига таъсир қилиш имкониятига эга эмас.

Маълумки, ХВФнинг бош мақсади халқаро валюта тизими, яъни мамлакатлар ўртасида товар ва хизматларнинг эркин айирбошланишига хизмат қиладиган валюта курслари ва халқаро тўловлар тизими барқарорлигини таъминлаш ҳисобланади.

Шунингдек, ХВФ Келишувлар моддаларининг биринчи моддасига мувофиқ, унинг мақсадлари қаторига қуйдагилар киради:

– халқаро валютавий муаммоларни бартараф этиш борасида маслаҳатлар ва ҳамжиҳатлик механизмини таъминловчи доимий институт орқали халқаро валютавий ҳамкорликни рағбатлантириш;

– халқаро савдонинг кенгайиши ва мувозанатли ўсишини қўллаб қувватлаш ва шу орқали бандлик ва реал даромадларнинг етарлича юқори даражасини ушлаб туриш ва иқтисодий сиёсатнинг бош мақсади сифатида барча аъзо давлатлар ресурсларининг самарадорлигини оширишга ҳисса қўшиш;

– аъзо давлатлар ўртасида жорий битимларга доир кўп томонлама тўловлар тизимини ташкил этиш ва жаҳон савдоси ривожланишига тўсқинлик қилувчи валюта айирбошлашдаги чекловларни бекор қилишга қўмаклашиш;

– аъзоларнинг умумий ресурслари ҳисобидан етарлича хавфсиз асосда маблағ билан таъминлаш орқали уларнинг ишончини қозониш, ва шунинг асосида уларга тўлов балансидаги номувофиқликлар(тартибсизликлар)ни миллий ёки халқаро тараққиётга ғов бўладиган чора-тадбирларсиз тўғрилаш имконини бериш;

– юқоридагиларга мувофиқ аъзо давлатларнинг халқаро тўловлар балансларидаги номувофиқлик(мувозанатсизлик)ларнинг давомийлигини қисқартириш ва унинг даражасини пасайтириш.

ХВФни ташкил этиш мобайнида қатъий белгиланган паритет тизимининг тамойиллари шакллантирилган бўлиб, уларга валюталарнинг олтин паритетига мувофиқ тарзда уларнинг расмий алмашув курсини ўрнатиш, аъзо мамлакатлар томонидан алмашув курсларининг валюта йўлакчаси (1945-1971 йилларда – $\pm 1\%$, 1971-1973 йилларда – $\pm 2,25\%$) доирасида бўлишини таъминланиши, олтиннинг жаҳон пули функциясини сақланиши билан бирга, АҚШ долларига ушбу функцияни бажарувчи валюта мақомининг берилиши кабиларни киритиш мумкин.

Бреттон-Вудс тизими таназзулга учрагач, мажбурий валюта йўлакчалари бекор қилинди ва валюта курсининг эркин сузиш тизимига ўтилди. Шунингдек, олтин демонетизация қилинди, яъни олтин стандарти, халқаро ҳисоб-китобларда ва Марказий банкнинг захираларини шакллантиришда олтиндан мажбурий фойдаланиш ама-

лиёти, АҚШ долларининг олтинга эркин айирбошланиши бекор қилинди. Бундан ташқари, ҳар бир мамлакат валюта курсини режимини мустақил танлаш ҳуқуқига эга бўлди. Шундай бўлсада, ХВФ низомига мувофиқ, а) мамлакатда молиявий ва валюта сиёсати барқарорлигини қўллаб-қувватлаш ҳамда Марказий банк томонидан валюта курсининг кучли тебраниши юз берганда интервенциядан фойдаланилиши; б) бир томонлама устунликка эга бўлишга қаратилган валюта курсининг манипуляциyasидан воз кечиш; в) валютани тартибга солиш ва валюта курси механизмида кўзда тутилаётган ўзгаришлар ҳақида ХВФни зудлик билан хабардор қилиш; г) валюталарни олтинга боғлаб қўйиш тартибидан воз кечиш талаб этилади.

ХВФ – бу тараққиёт институти эмас, Келишувлар моддасига мувофиқ, қашшоқ мамлакатларга инфратузилмани шакллантириш, экспорт ва бошқа секторларни диверсификация қилиш ёки таълим ва соғлиқни сақлаш тизимини ривожлантириш мақсадида кредитлар ажратмайди.

Ҳар қандай мамлакат хоҳ у ривожланган бўлсин, хоҳ у сууст ривожланган, агар у капиталлар бозорида қулай шартларда халқаро тўловларни амалга ошириш ва захираларнинг мувофиқ даражасини таъминлаш учун етарлича молиялаштириш манбасини топа олмаса, тўлов баланси билан боғлиқ муаммоларни бартараф этиш учун молиявий ёрдам сўраб ХВФга мурожаат қилиши мумкин. ХВФ Жаҳон банки ва бошқа тараққиёт агентликларидан фарқли равишда лойиҳаларни молиялаштирмайди.

Ҳозирги кунда ХВФ сўнгги навбатдаги жаҳон кредитори функциясини бажараётган бўлиб, Фонднинг стандарт инструментлари сифатида қуйидаги кредит дастурларини ажратиб кўрсатиш мумкин:

1. *Резерв (Stand-By) келишувлари* асосан қисқа муддатли тўлов баланси муаммоларини бартараф этишга мўлжалланган. ХВФнинг энг йирик кредитлари ҳам мазкур категорияга тегишлидир. 1997 йилда ХВФ *Қўшимча*

*резерв дастури*ни амалиётга жорий қилди. Мазкур дастур капитал ҳисобрақами билан боғлиқ инқирозларни бошдан кечираётган давлатларга зудлик билан жуда қисқа муддатли кредитларни ажратишни кўзда тутди.

2. *Узайтирилган фонд дастури* ХВФ томонидан тўлов баланси қийинчиликларига юз тутган мамлакатларга кўмаклашиш мақсадида жорий қилинган бўлиб, бунда муаммолар қисман структуравий муаммолар билан боғлиқ ва уни бартараф этиш макроиқтисодий номувофиқликларга нисбатан узоқроқ муддатни тақозо этади.

3. *Қашшоқликни қисқартириш ва иқтисодий ўсиш дастури* асосида ХВФ йиллик фоиз ставкаси 0,5 фоиз ва сўндириш муддати 10 йил бўлган кредитларни ўзининг энг қашшоқ аъзо давлатларига тақдим этади. Таъкидлаш лозимки, ХВФ кредитларининг кўпчилик қисми шу категорияга мансубдир. 2005 йилда *Экзоген шоклар дастури* ишлаб чиқилиб тасдиқланди. Бу дастур асосида Қашшоқликни қисқартириш ва иқтисодий ўсиш дастури орқали кредит олмайдиган сушт ривожланган давлатларга уларнинг назорат доирасидан ташқарида бўлган шоклар туфайли вужудга келадиган тўлов баланси муаммоларини бартараф этиш учун кредитлар тақдим этилади.

Жаҳон валюта-молия тизимининг барқарорлигини рағбатлантириш, инқирозга қарши курашишда халқаро ҳамжамиятнинг имкониятини ошириш ва СДРнинг ролини сезиларли даражада мустаҳкамлаш мақсадида аъзо-мамлакатлар валюта захираларининг бир қисмини марказдан бошқариш учун ХВФга берилишини кўллаб-қувватловчи иқтисодчи олимлар ҳам топилди.

Фикримизча, валюта захираларининг бир қисмини ХВФ томонидан марказлаштирилган ҳолда бошқарилишининг қуйидаги ижобий жиҳатлари мавжуд:

1. Алоҳида давлат томонидан валюта захираларини бошқаришга нисбатан, халқаро захираларнинг бир қисмини ишончли халқаро муассаса томонидан марказлаштирилган ҳолда бошқарилиши нафақат қулай ставкадаги

даромадни таъминлайди, балки молия бозорларини барқарорлаштириш ва спекуляцияни олдини олишнинг муҳим чораларидан ҳисобланади. Айти пайтда, аъзо давлатлар халқаро захираларнинг муайян қисмини ички мақсадларга, хусусан иқтисодий ривожланишни рағбатлантириш учун фойдаланиши мумкин.

2. ХВФ томонидан аъзо-давлатларнинг захираларини марказлашган ҳолда бошқарилиши СДРни захира валюта сифатида майдонга чиқиши учун самарали чоралардан бирига айланади. Бунга эришиш учун ХВФ СДРда деноминация қилинадиган очиқ турдаги акциядорлик фондини ташкил этиши ва қўйилма қилувчи барча инвесторларга мавжуд захира валюталаридан бирида қўйган маблағларини қайтариб олишни таклиф қилиши мумкин. Бу, ўз навбатида, нафақат СДРда деноминация қилинган активларни ривожлантиришга туртки бўлади, балки амалдаги захира валюталаридаги ликвидликни бошқариш имкониятини ҳам беради.

Жорий жаҳон валюта тизимида халқаро ҳисоб-китоблар, тўловлар мақсадларида олтидан расман воз кечилган бўлса-да, ундан ҳанузгача халқаро захира активи сифатида фойдаланилмоқда.

Масалан, 2009 йилнинг биринчи чораги келиб, АҚШ расмий олтин-валюта захиралари таркибида олтиннинг салмоғи 78,9 фоизни ташкил этган. Шунингдек, Германия, Франция, Италия ва Швейцария олтин-валюта захиралари таркибида олтиннинг улуши сезиларли даражада юқоридир (13-жадвалга қаранг).

Ҳозирги замонавий иқтисодиётда олтиннинг ролини баҳолаш учун унга хом-ашё ва монетар актив сифатида ёндашув зарур бўлади. Дунё мамлакатлари ва айрим халқаро молия институтларининг олтин захиралари олтиннинг халқаро захира воситаси функциясини бажараётганлигидан далолат беради. Айти пайтда, инқироз шароитида олтин баҳосининг сезиларли даражада ошиши ва 2009 йилга келиб, рекорд даражага чиқиши (1 троя

Расмий олтин захиралари (2009 йилнинг март ойи ҳолатига)⁷⁹

Мамлакат	Олтин захиралари, т.	Расмий олтин-валюта захираларидаги салмоғи, %
АҚШ	8133,0	78,9
Германия	3412,0	71,5
Франция	2487,0	72,6
Италия	2451,0	66,5
Швейцария	1040,0	41,1
Япония	756,0	2,2
Хитой	600,0	0,9
Россия	523,7	4,0

унцияси қарийб 1200 АҚШ долларигача етди) унинг захира активи сифатидаги жозибадорлигини янада оширишга хизмат қилди.

Фикримизча, бу ҳолатлар келгусида жаҳон валюта тизимини ислоҳ қилиш йўналишларидан бири сифатида ХВФнинг Низоми ва фаолият юритиш тамойилларига ўзгартиришлар киритиш, хусусан, олтиннинг халқаро захира активи сифатидаги ролини мустаҳкамлаб қўйилишига ва олтин баҳосининг кескин ўзгаришини олдини олиш мақсадида марказий банклар томонидан олтин билан амалга ошириладиган операцияларни тартибга солиш тамойилларини ишлаб чиқишига сабаб бўлиши мумкин.

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози дунё ҳамjami-яти олдига инқироздан чиқишнинг самарали йўлларини аниқлаш, унинг яқин келажакда такрорланишига йўл

⁷⁹ Манба: www.gold.org.

қўймаслик чораларини кўриш мақсадида мамлакатларнинг инқирозга қарши курашиш имкониятларини мувофиқлаштириш ва бирлаштириш каби янги мураккаб вазифаларни қўйди.

Бу хусусда “G-20” – Катта йигирматалик давлатларининг 2008 йил 15 ноябрда Вашингтондаги молия бозорлари ва жаҳон иқтисодиёти бўйича саммити Декларациясида ҳам муҳим чора-тадбирлар белгилаб олинди. Уларнинг асосийлари сифатида молия бозорларини тартибга солишнинг янги қоидаларини шунингдек, Маастрихт келишуви мисолида ривожланган давлатларнинг макро-иқтисодий параметрларига қўйиладиган талабларни ишлаб чиқиш; ХВФнинг имконияти инқироз вазиятида белгиланган вазифаларни ҳал қилишга етарли бўлмаётганини ҳисобга олиб, унинг молиявий имкониятларини кенгайтириш; 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.

2009 йилнинг 1-2 апрел кунлари Лондонда Катта йигирматалик давлатларнинг (G-20) иккинчи саммити ўтказилиб, иштирокчи давлатлар раҳбарларининг эътибори глобал молиявий инқироздан чиқиш йўллариини излашга қаратилди. Саммит якунида G-20 томонидан жонланиш ва ислохотларнинг глобал режаси (The Global Plan for Recovery and Reform⁸⁰) тасдиқланди. Режага мувофиқ, қўйидаги устувор йўналишлар белгиланди:

- ишонч, иқтисодий ўсиш ва ишчи ўринларини тиклаш;
- кредитлаш имкониятларини ошириш мақсадида молия тизимини мустаҳкамлаш;

⁸⁰ www.g20.org/Documents/final-communique.pdf

- молия бозорлари устидан назоратни кучайтириш;
- жорий инқирозни бартараф этиш мақсадида халқаро молия муассасаларини молиялаштириш ва ислоҳ қилиш;
- халқаро савдони қўллаб-қувватлаш ва уни ривожлантириш учун протекционизмдан воз кечиш;
- экологик жиҳатдан соф технологиялар асосида миллий иқтисодиётларнинг барқарор ўсишини таъминлаш.

Умуман олганда, G20 глобал молиявий инқирозни бартараф этиш мақсадида Халқаро валюта фонди, Жаҳон банки ва бошқа молия муассасаларига 1,1 трлн. АҚШ доллари миқдорида молиявий маблағлар ажратадиган бўлди. Шундан 750 млрд. АҚШ доллари ХВФнинг ресурсларини оширишга, хусусан, 250 млрд. АҚШ доллари янги СДРни муомалага чиқаришга йўналтирилади. 250 млрд. АҚШ доллари жаҳон савдосини қўллаб-қувватлашга, 100 млрд. доллар кўп томонлама тараққиёт банклари тизими орқали паст даромадли давлатларни кредитлашга ажратилади.

1998-1999 йиллардаги молиявий инқирозлардан сўнг янги молиявий муассаса – Молиявий барқарорлик форуми (МБФ) ташкил қилинган эди. МБФ доирасида инқирозларни бартараф этиш ва унинг такрорланишига йўл қўймасликка қаратилган қатор тавсиялар ишлаб чиқилган бўлсада, айти пайтда унинг ўзи халқаро саммитларда музокаралар мавзусига айланиб қолди.

Хусусан, Лондон саммити доирасида “Молия тизимини кучайтириш” Декларацияси қабул қилиниб, Молиявий барқарорлик форуми асосида янги орган – бутун жаҳон регулятори – Молиявий барқарорлик кенгашини (Financial Stability Board) тузишга келишиб олинди. Шунингдек, Декларация доирасида Молиявий барқарорлик кенгашининг (МБК) (Financial Stability Board) ХВФ билан биргаликда макроиқтисодий ва молиявий рискларнинг дастлабки белгиларини аниқлаши, уларни бартараф этишга қаратилган хатти-ҳаракатларни амалга ошириши, тартибга солиши

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.

G20 нинг учинчи саммити 2009 йилнинг 24-25 сентябрь кунлари АҚШнинг Питсбург шаҳрида ташкил этилиб, у инқироздан чиқиш стратегияси ва халқаро институтларнинг янги ролини муҳокама қилишга бағишланди. Саммитда “йигирматалик”нинг муҳим роли қайд этилиб, G-20 нафақат инқирозга қарши курашиш майдони, балки халқаро иқтисодий ҳамкорликнинг доимий ва бош форуми эканлиги таъкидланди. Шунингдек, жаҳон иқтисодиётини тартибга солишда Молиявий барқарорлик кенгашининг роли ҳам ортиб бормоқда. Жаҳоннинг етакчилари бўлмиш йигирматалик давлатлар жаҳон иқтисодиёти тикланмагунча, янада барқарор бўлмагунга қадар инқирозга қарши чораларни сақлаб қолишга, 2012 йилнинг якунигача банк тизимини тартибга солишнинг янги замонавий қоидаларини ишлаб чиқишга, бонуслар учун зарурий мезонларни ўрнатишга келишиб олдилар.

Умуман олганда, катта йигирматалик давлатларнинг навбатдаги саммитида барқарор ва мувозанатли иқтисодий ўсишга эришиш, ХВФ ва тараққиёт банкларини ислоҳ қилиш, жаҳон молия тизимини тартибга солишни ислоҳ қилиш, хусусан, банк капитали сифати ва ҳажмини оширишга қаратилган меъёрий ҳужжатларни ишлаб чиқиш, ҳосилавий қимматли қоғозларнинг биржадан ташқари бозори ҳолатини яхшилашга алоҳида эътибор қаратилди.

Фикримизча, ХВФнинг кредит ресурслари ҳажмининг оширилиши сўнги навбатдаги кредитор салоҳиятининг ортишига, тузилмавий ислохотлар эса, ХВФнинг давлатлараро валютавий тартибга солиш муассасаси сифатидаги ролини янада мустаҳкамлашга хизмат қилади.

Умуман олганда, иккинчи бобдаги тадқиқотлар натижаларини хулоса қилган ҳолда қуйидагиларни алоҳида ажратиб кўрсатиш мумкин:

– АҚШда инқирозга қарши чоралар Ж.Буш маъмурияти даврида Полсоннинг инқирозга қарши режаси (The Troubled Asset Relief Program, TARC) шаклида ишлаб чиқилди ва у муаммоли банк активларини сотиб олишга 700 млрд. АҚШ доллари миқдорида молиявий маблағлар ажратишни кўзда тутди;

– АҚШ Президенти Б.Обама бошчилигида янги инқирозга қарши дастур (American Recovery and Reinvestment Act) ишлаб чиқилди ва унга мувофиқ, Конгресс 787 млрд. АҚШ доллари миқдоридаги молиявий кўмакни тасдиқлади;

– Г.Браун бошчилигидаги Англия ҳукуматининг инқирозга қарши чораларида банк тизими устидан кучли давлат назоратини таъминлаш асосий бўғинга айланди ва Браун дастури 290 млрд. доллар миқдоридаги маблағларни Британия банклари муаммоли активларини сотиб олишга, 220 млрд. долларни эса банкларнинг қайта капиталлашувига, кредитлаш, инвестиция ва истеъмол талабини қўллаб-қувватлашга сафарбар этишни кўзда тутди;

– Германияда ишлаб чиқарувчи компанияларга давлат томонидан тўғридан-тўғри молиявий кўмак бериш амалиёти АҚШдаги каби кенг кўламда амалга оширилмади;

– Франция ҳукумати мамлакатнинг муҳим аҳамиятга эга етакчи компанияларини қўллаб-қувватлаш йўлидан борди;

– таҳлилларнинг кўрсатишича, Россияда, биринчидан, инқирознинг глобал характери тўлиқ ҳисобга олинмади, яъни нефть баҳосининг ўсиш тенденциясининг салбий томонга ўзгариши учун олдиндан тараддуд кўрилмади. Иккинчидан, Россиянинг йирик банклари ва корпорациялари билан хорижий кредиторлар ўртасидаги узвий кредит муносабатларининг йўлга қўйилиши ташқи қарздор-

ликнинг (540 млрд. АҚШ долларидан ортиқ) ошишига олиб келди. Учинчидан, Россияда ишлаб чиқариш таркибий тузилиши жиҳатидан ортда қолмоқда: иқтисодиётни модернизациялаш жараёнлари ҳақиқатда кенг кўламда амалга оширилмади; хомашёга йўналтирилган иқтисодиёт сақланиб қолмоқда;

– Хитой ҳукумати макроиқтисодий кўрсаткичларнинг ёмонлашувини бартараф этиш мақсадида тезкор чораларни кўриш йўлидан борди ва бу мақсадда мамлакатдаги иқтисодий ҳолатни яхшилаш бўйича дастур қабул қилиниб, унда асосий эътибор мамлакатдаги ички талабни қўллаб-қувватлашга қаратилди;

– Қозоғистон Республикасининг глобал молиявий инқироз даврига иқтисодиётнинг етарли даражада диверсификацияланмаганлиги, хомашё ресурсларини технологик қайта ишлаш даражасининг пастлиги, мамлакат иқтисодиётининг нефть маҳсулотига бўлган жаҳондаги талаб ва баҳоларга юқори даражада боғлиқлиги, банк тизимидаги юқори даражадаги ташқи қарздорлик, банклар фаолиятини тартибга солиш ва назорат қилиш тизимининг заифлиги ва самарасизлиги, шунингдек, банк активлари, хусусан, иқтисодиёт ва аҳолини кредитлаш кўламининг тез суръатларда ошиши каби иқтисодий муаммолари билан кириб келди;

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

3-БОБ.

ЖАҲОН МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ ИНҚИРОЗИНИНГ ЎЗБЕКИСТОН ИҚТИСОДИЁТИГА ТАЪСИРИ, УНИ ЮМШАТИШ, БАРТАРАФ ЭТИШ ЧОРАЛАРИНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ

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

Ўзбекистон жаҳон ҳамжамияти ва глобал молиявий-иқтисодий бозорнинг ажралмас таркибий қисми ҳисобланар экан, табиийки, жорий глобал молиявий инқироз мамлакатимиз иқтисодиётига, пул-кредит ва молия тизимига ўз таъсирини ўтказмасдан қолмайди. Бу борада Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А.Каримовнинг қуйидаги фикрларини келтириш ниҳоятда ўринлидир: "...тобора чуқурлашиб бораётган жаҳон молиявий инқирози мамлакатимизга таъсир кўрсатмайди, бизни четлаб ўтади, деган хулоса чиқармаслик керак. Масалани бундай тушуниш ўта соддалик, айтиш мумкинки, кечириб бўлмас хато бўлур эди".⁸¹

Ўзбекистон халқаро савдо тизимига жадал суръатларда интеграциялашиб бораётган давлатлар сирасига киради. Биргина 2008 йилда республикамизнинг ташқи савдо квотаси 68,5 фоизни, экспорт ва импорт квоталари эса мос равишда 41,6 ва 26,9 фоизни ташкил этди.⁸²

Хўш, Ўзбекистонга глобал молиявий-иқтисодий инқирознинг таъсири қайси йўналишларда кузатилиши мумкин?

⁸¹ Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари. – Тошкент: Ўзбекистон, 2009. – Б.11.

⁸² Давлат Статистика қўмитаси маълумотлари асосида ҳисобланган.

Биринчи навбатда, жаҳон иқтисодиётидаги рецессия жараёнлари мамлакат экспорт товарларига бўлган талабнинг камайиши орқали ундан келадиган валюта тушумларига салбий таъсир қилади.

Жаҳон молиявий инқирозининг чуқурлашиши натижа-сида жаҳон бозорида Ўзбекистон экспорт қиладиган то-варлар, хусусан, қимматбаҳо ва рангли металллар, пахта, уран, нефть маҳсулотлари ва бошқа товарларга нисба-тан талабнинг пасайиши юз бериб, уларнинг баҳолари пасайиш тенденциясига эга бўлди.

Иккинчидан, жаҳон молия бозорида фоиз ставкалари-нинг ошиши туфайли ташқи қарзга хизмат кўрсатиш қи-йинлашиши мумкин. Чунки "ЛИБОР + маржа" ставкасида жалб қилинган ташқи қарзлар сузувчи ставкали кредит-лар ҳисобланиб, ЛИБОР ставкасининг бир бирликка оши-ши ҳам ташқи қарз бўйича фоиз тўловларининг кўпайи-шига олиб келади. Бироқ, мамнуният билан қайд этиш лозимки, мамлакатимизда ташқи қарзнинг ЯИМга нисба-ти кўрсаткичи сезиларли даражада кичик ва бу ҳолат фоиз ставкалари ошишидан кўриладиган зарарнинг юқори бўлмаслигидан далолат беради. Шунингдек, халқаро кре-дит бозорида фоиз ставкаларининг ошиши маҳаллий банк-ларнинг хорижий кредит линиялари орқали кредит жалб қилиш имкониятига ҳам салбий таъсир қилиши мумкин.

Учинчидан, инқироз туфайли мамлакатимизнинг сав-до ҳамкорлари ҳисобланган давлатлар миллий валюта-ларининг алмашув курслари кескин пасайиши натижаси-да Ўзбекистон экспорт товарларининг мазкур мамлакат-лар миллий валютасидаги қиймати ошиши ва натижада унинг рақобатбардошлиги йўқолиши мумкин. 2008 йил якунларига кўра, мамлакатимизнинг ташқи савдо айлан-масида энг юқори улуш Россия Федерациясига тўғри кел-ган бўлиб, у 20,2 фоизни ташкил этган. Шунингдек, МДҲ давлатларидан Украина ва Қозоғистон давлатларининг улуши ҳам мос равишда 8,4 ва 4,8 фоизни ташкил этган. Бунда миллий валютамиз сўм девальвация суръатининг

асосий савдо ҳамкор ҳисобланган давлатлар валюталари девальвация суръатларидан кескин ортида қолмаслигини таъминлаш муҳим ҳисобланади. Чунки бу ҳолатда сўмнинг мазкур давлатлар миллий валюталарига нисбатан реал алмашув курси ортиши мумкин. Бу эса мамлакат экспорт товарлари рақобатбардошлилигига салбий таъсир қилади.

Масалан, биргина енгил автомобил экспортини оладиган бўлсак, жаҳон молиявий инқирозининг Россия иқтисодиётига салбий таъсири ва рублнинг юқори суръатларда девальвацияланиши натижасида 2008 йилнинг IV чорагида Ўзбекистонда ишлаб чиқарилган автомобилларнинг Россиядаги сотиш ҳажми 25%га қисқарди. Шунга қарамай, 2008 йилда енгил автомобил экспорти ҳажмида ўсиш (13,5%) кузатилган.⁸³

Албатта, бундай мураккаб шароитда барқарор иқтисодий ўсишни таъминлаш, ташқи савдо балансининг ижобий сальдосига эришиш ўз-ўзидан осон кечмаслиги аён.

Энди Ўзбекистоннинг иқтисодий-ижтимоий жиҳатдан барқарор ривожланиши ва инқироз таъсирининг бир қадар юмшоқ кечиши замирида ётган омилларни таҳлил қиламиз.

2008 – 2009 йилларда глобал молиявий-иқтисодий инқироз тобора чуқурлашиб борганлигига қарамай, Ўзбекистонда ЯИМнинг барқарор ўсиши кузатилди ва мос равишда 9,0 ва 8,1 фоизни ташкил этди. Бу, биринчи навбатда, дунёда “ўзбек модели” номи билан танилган иқтисодий ислохотлар стратегиясининг ўзини тўла-тўқис оқлаганлигини, ҳозиргидек мураккаб вазиятлар эса Ўзбекистон танлаган йўлнинг нақадар тўғрилигини яна бир бор тасдиқлайди.

Умуман олганда, Ўзбекистонда жаҳон молиявий-иқти-

⁸³ Вахабов А.В., Жумаев Н.Х., Ҳошимов Э.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози: сабаблари, хусусиятлари ва иқтисодиётга таъсирини юмшатиш йўллари. –Тошкент: Akademnashr, 2009. – Б.109 – 110.

содий инқирози таъсирини юмшатишга асос бўлган омиллар сифатида қуйидагиларни келтириш ўринлидир:

– “шок терапияси” деб аталган усулларни бизга четдан туриб жорий этишга қаратилган уринишлардан, бозор иқтисодиёти ўзини ўзи тартибга солади, деган алдамчи тасаввурлардан воз кечилганлиги;

– маъмурий буйруқбозлик тизимидан бошқарувнинг бозор тизимига ўтишнинг босқичма-босқич амалга ошириш йўли танланганлиги;

– давлатнинг бош ислохотчи сифатида масъулиятни ўз зиммасига олганлиги;

– Ўзбекистонда молиявий-иқтисодий, бюджет, банк-кредит тизими, шунингдек, иқтисодиётнинг реал сектори корхоналари ва тармоқларининг барқарор ҳамда узлуксиз ишлашини таъминлаш учун етарли даражада мустақам захиралар яратилгани ва зарур ресурслар базаси мавжуд эканлиги;

– аҳолининг иш ҳақи ва даромадларини изчил ва олдиндан ошириб бориш ҳамда истеъмом бозорида нархлар индексининг асоссиз тарзда ўсишининг олдини олишга доир чора-тадбирларнинг изчиллик билан амалга оширилганлиги;

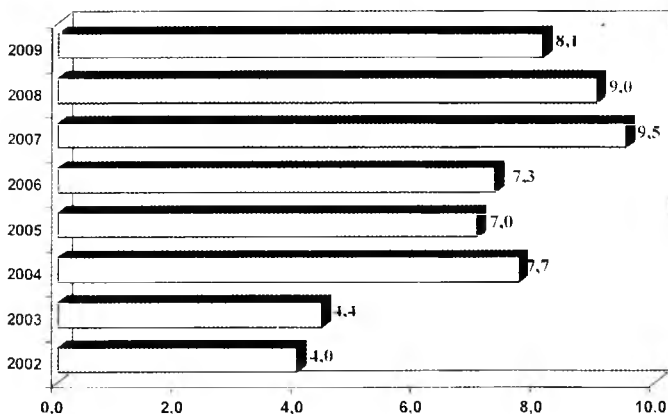
– оқилона ташқи қарз сиёсати олиб борилганлиги.

Ўзбекистондаги иқтисодий-ижтимоий ислохотлар самараси ўлароқ, қатор ютуқлар ва марраларга эришишга муваффақ бўлинди. Уларнинг асосийлари сифатида қуйидагиларни келтириш мумкин:

1. Мамлакатда макроиқтисодий барқарорлик ва иқтисодий ўсишнинг барқарор суръатлари таъминланди. 2009 йилда жаҳон иқтисодиётидаги рецессия жараёнларининг чуқурлашувига қарамай, республикамызда ЯИМнинг ўсиши 8,1 фоизни ташкил этди (9-расмга қаранг). Айни пайтда, Ўзбекистондаги иқтисодий ўсишнинг юқори суръатлари аввало иқтисодиётдаги чуқур таркибий ўзгаришлар ҳисобидан таъминланганлигини алоҳида таъкидлаш лозим. Республикамызда қисқа вақт ичида дон маҳсулот-

лари, энергетика, нефть мустақиллиги таъминланди ва бу, ўз навбатида, иқтисодиётнинг барқарор ривожланиши учун шарт-шароит яратиб, хорижий валюта захираларини тежаш имконини берди.

Ўзбекистонда ЯИМнинг қўшимча ўсиш суръатлари, %⁸⁴



9-расм

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 бу кўрсаткич 2,8 млн. тонна эди), бу эса, ўз навбатида, ҳар йили 4,8 млрд. АҚШ доллари миқдорига молиявий маблағларни тежаш имкониятини беради.⁸⁵ Шунингдек, иқтисодиётнинг янги юқори технологияли тармоқлари юзага келганки, улар қаторига автомобил-

⁸⁴ Давлат Статистика қўмитаси ҳисобот маълумотлари асосида тузилган.

⁸⁵ 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.

қурилиш, газ-кимё, электро-техника, фармацевтика, текстил, озиқ-овқат ва бошқа саноат тармоқларини киритиш мумкин.

Бундан ташқари, қишлоқ хўжалигидаги самарали ислохотлар, фермер хўжаликларини моддий-техник таъминлаш ва молиялашнинг ишончли тизими ва 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.⁸⁶ Бу эса инқироз шароитида мамлакатимизда озиқ-овқат хавфсизлигини таъминлаш нуқтаи назаридан ҳам ижобий ҳисобланади.

Паст рентабелли ва иқтисодий ночор корхоналарни тугатиш ва бу жараёнга тижорат банкларини жалб қилишга қаратилган ишлар ҳам бугунга келиб ўз самарасини бермоқда. Ҳозирги кунда тижорат банклари балансига ўтказилган 70 та иқтисодий ночор корхонада ишлаб чиқариш тўлиқ қайта тикланиб, истиқболли сармоядорларга сотилди, қолганларида молиявий соғломлаштириш ишлари давом эттирилмоқда.

Иқтисодиётдаги изчил таркибий ўзгаришлар натижасида мамлакатимиз ялпи ички маҳсулоти таркибида саноатнинг улуши 2009 йилда 2000 йилга нисбатан 10 ф.п.га ошган бўлса, қишлоқ хўжалигининг улуши тегишли даврда 12 ф.п.га камайган (10-расмга қаранг).

2. Халқаро валютавий тўловга қобиллик ва ликвидликнинг таъминланганлиги. Республикаимизда халқаро валютавий тўлов қобилияти ва миллий валютанинг барқарорлигини таъминлашнинг асоси бўлган олтин-валюта захиралари мунтазам ошиб бормоқда. Айни пайтда, олтин-валюта захираларининг ҳажми сўнгги беш йилда 6 марта ошгани ҳолда, 1,5 йиллик импортни қоплаш им-

⁸⁶ Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари. – Тошкент: Ўзбекистон, 2009. – Б.22.

Ўзбекистон Республикасининг ялпи ички маҳсулоти таркибидаги ўзгаришлар (жамига нисбатан фоизда)⁸⁷



10-расм

конини беради. Ташқи қарзнинг ялпи ички маҳсулотга нисбати кўрсаткичи 2009 йилнинг 1 январь ҳолатига 13,3 фоизни ташкил этган бўлса, 2010 йилнинг 1 январига келиб бу кўрсаткич 9,5 фоизга пасайди. Бошқачароқ айтганда, жами давлат ташқи қарзи экспортга нисбатан 26%дан ошмайди. Ваҳоланки, халқаро амалиётда ташқи қарзнинг ЯИМнинг 60 фоизидан ошмаслигига эришиш мақбул ҳолат ҳисобланади. Бу эса мамлакатимизда ташқи қарз бўйича сезиларли муаммолар бўлмаслигини англади.

3. Оқилона пул-кредит ва солиқ-бюджет сиёсатининг амалга оширилганлиги. Пухта ўйланган қатъий пул-кредит сиёсати ва оқилона солиқ-бюджет сиёсатини қўллаш натижасида инфляциянинг йиллик 7 – 8 фоизли мақсадли мўлжал (таргет) доирасида бўлиши таъминланди ва 2009 йилда инфляция даражаси 7,4 фоизни ташкил қилди.

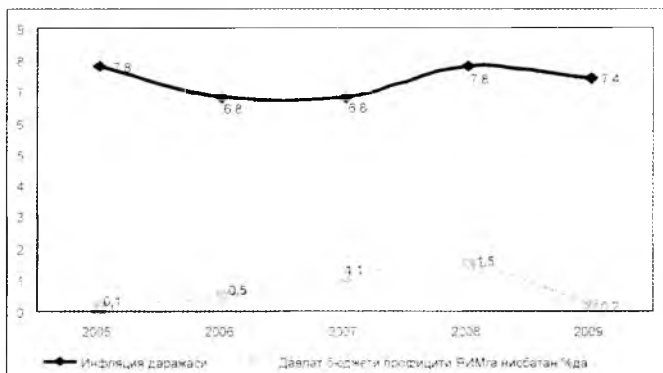
Республикаимизда давлат бюджети дефицитини қоплашнинг қисқа муддатли ташқи қарз жалб қилиш, Марказий банкнинг кредитларини жалб қилиш каби усуллари-

⁸⁷ Давлат Статистика қўмитаси маълумотлари асосида тузилган.

дан воз кечилди. Чунончи, 2005 йилдан буён республикамиз бюджети профицит билан бажарилиб келинмоқда. 2009 йилда давлат бюджетининг профицити ЯИМга нисбатан 0,2 фоизни ташкил этди (11-расмга қаранг).

4. Банк тизимидаги ислоҳотларнинг изчиллиги, банк

Ўзбекистонда давлат бюджетининг бажарилиши ва инфляция даражаси⁸⁸



11-расм

капиталлашувининг мунтазам ошириб борилганлиги ва банкларни тартибга солишнинг самарали тизими шаклланганлиги. Республикамизда инқирозга қадар бўлган даврда чуқур иқтисодий ислоҳотлар натижасида Базель банк тизими назорати тамойилларига қатъий риоя қилинган ҳолда барқарор банк-молия тизими шакллантирилди.

Ўзбекистонда банкларнинг устав капиталига қўйиладиган талаблар ҳам тадрижий равишда оширилиб борилди (14-жадвалга қаранг). Масалан, 1998 йилнинг 1 январь ҳолатига тижорат банклари ва хусусий банклар учун ус-

⁸⁸ Давлат Статистика қўмитаси маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

тав капиталининг минимал миқдори мос равишда 1,5 млн. ва 0,3 млн. АҚШ доллари эквиваленти миқдорига белгиланган бўлса, ҳозирда тижорат ва хусусий банклар учун минимал устав капитали миқдори мос равишда 5 млн. ва 2,5 млн. евро эквивалентини ташкил қилмоқда.

14-жадвал

Тижорат банклари устав капиталининг минимал миқдорига қўйилган талаблар⁸⁹

Йиллар	Тижорат банклари учун	Чет эл капитали иштирокида очилаётган банклар учун	Хусусий банклар учун
01.01.1998	1,5млн. АҚШ дол. экв.	5 млн. АҚШ дол. экв.	0,3 млн АҚШ дол. экв.
01.01.1999	2,0	5,0	0,3
01.01.2000	2,5	5,0	0,3
01.01.2002	2,5	5,0	1,25
01.01.2005	5,0	5,0	2,5
01.01.2008	5,0 млн. евро экв.	5,0 млн. евро экв.	2,5 млн. евро экв.
01.01.2011	10 млн. евро экв.	10 млн. евро экв.	5 млн. евро экв.

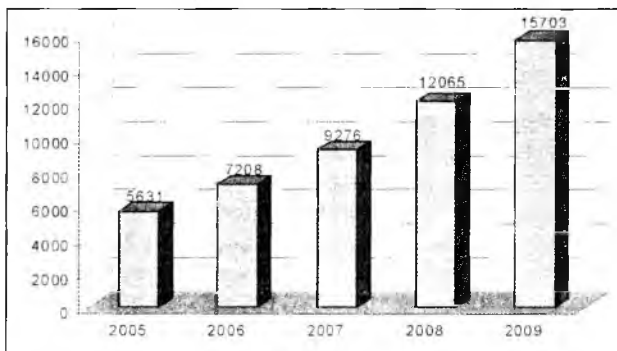
2011 йилнинг январидан бошлаб янгитдан ташкил этилаётган банклар устав капиталининг энг кам миқдорини тижорат банклари учун 10 млн. евро эквиваленти миқдорига, хусусий банклар учун эса 5 млн. евро эквивалентига шакллантириш белгилаб қўйилди. Шунингдек, 2010 йилда тижорат ва хусусий банкларнинг устав капиталларини мазкур талабларга мувофиқ ҳолга келтириш бўйича чора-тадбирлар амалга оширилмоқда.

Республикамиз тижорат банкларининг активлари ҳажмида ўсиш тенденцияси мавжуд бўлиб, глобал молия-

⁸⁹ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 6 апрелдаги "Банк тизимининг молиявий барқарорлигини янада ошириш ва инвестициявий фаоллигини кучайтириш чора-тадбирлари тўғрисида"ги ПҚ-1317-сонли қарори ва Марказий банкнинг меъёрий ҳужжатлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

вий инқироз шароитида ҳам мазкур тенденция сақланиб қолди. Хусусан, сўнги икки йил мобайнида жаҳон иқтисодиётида чуқур иқтисодий рецессия кечаётганлигига қарамай, республикаимиз тижорат банкларининг активлари 69,3 фоизга ошди. 2009 йилда тижорат банклари активларининг 2005 йилга нисбатан ўсиши 2,8 мартани ташкил қилган (12-расмга қаранг).

**Тижорат банклари активларининг динамикаси
(йил охирига, млрд. сўм)⁹⁰**

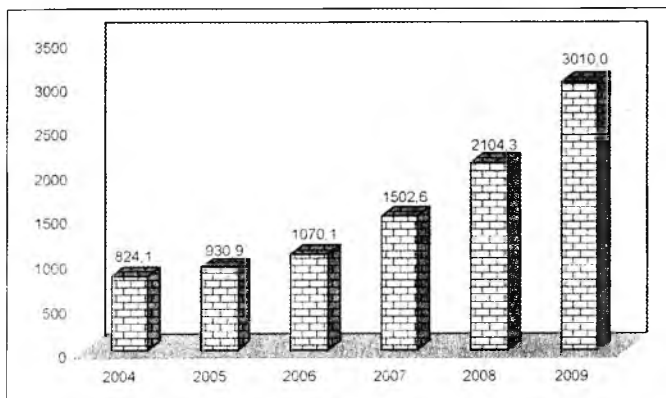


12-расм

Шунингдек, мамлакатимизда тижорат банкларининг капиталлашув даражасини ошириш бўйича ҳам қатор чора-тадбирлар изчил амалга ошириб келинмоқда. Сўнги икки йилда тижорат банкларининг умумий капитали 2 баробарга, биргина 2009 йилнинг ўзида эса 1.4 мартага ошди (13-расмга қаранг). Айти пайтда, банклар капиталлашувининг ошиши нафақат банк тизими ликвидлигини мустақамлашга, балки тижорат банкларининг инвестицион фаоллигини оширишга хизмат қилмоқда.

Таҳлилларимизнинг кўрсатишича, республикаимиз ти-

⁹⁰ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

Тижорат банклари капиталининг ўсиши⁹¹

13-расм

жорат банкларининг кредитлари ва депозитлари ҳажмида 2004 – 2009 йилларда ўсиш тенденцияси кузатилган (15-жадвалга қаранг). Тижорат банклари кредитлари 2009 йилда 2004 йилга нисбатан 2,4 баробарга ошган бўлса, депозитлар миқдорининг тегишли даврда ошиши 6,8 мартани ташкил қилган. Хусусан, 2009 йилда банкларнинг депозитлари таркибида юридик шахсларнинг депозитлари салмоғи 68,4 фоизни, жисмоний шахсларнинг депозитлари салмоғи эса, ўз навбатида, 31,6 фоизни ташкил этган. Шунга қарамай, жисмоний шахсларнинг депозитлари салмоғи 2009 йилда 2004 йилга нисбатан 6,2 ф.п.га ошган.

Бундан ташқари, республикаимиз тижорат банкларининг ташқи қарздорлиги сезиларли даражада паст бўлиб, бу ҳолат банкларимизнинг жаҳон иқтисодий инқирози шароитида ташқи молия бозорларидаги конъюнктурага боғлиқ бўлмаслигини таъминлади. Хусусан, 2000 йилда рес-

⁹¹ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида муаллифлар томонидан шакллантирилган.

**Тижорат банкларининг кредитлари ва депозитлари
динамикаси⁹²**

Кўрсаткичлар номи	2004 йил	2005 йил	2006 йил	2007 йил	2008 йил	2009 йил
1. Кредитлар, млрд. сўм	3595,5	3876,0	4104,2	4777,6	6374,0	8558,2
2. Депозитлар, млрд. сўм	1272,2	1688,7	2544,5	3829,2	5771,0	8703,1
Шу жумладан:						
– юридик шахслар депозитлари	949,6	1239,2	1866,2	2834,6	4127,0	5953,2
– жисмоний шахслар депозитлари	322,6	449,5	678,3	994,6	1644,0	2749,9

публикамиз тижорат банклари кредит портфелининг қарийб 54 фоизи ташқи қарзлар эвазига шаклланган бўлса, 2009 йилда банкларнинг жами кредит портфелининг 84 фоизи ички манбалар ҳисобидан шаклланган.⁹³

Бугунги кунда аҳолининг банк депозитларидаги омонатлари миқдоридан қатъи назар, давлат томонидан тўлиқ кафолатланган. Таъкидлаш лозимки, республикамиз банк амалиётида активларни секьюритизациялаш амалиёти мавжуд эмас. Бошқачароқ айтганда, кредитларнинг устига чиқарилган қимматли қоғозлар янги берилаётган кредитлар учун гаров сифатида қабул қилинмайди. Бу эса реал сектор ва молиявий сектор ўртасидаги мутаносибликни сақлаб қолиш имконини беради.

Юқорида қайд этилган чоралар банк тизими барқарорлигининг кафолати ва ишончли ҳимоясини таъминлаб, хўжалик субъектларига ўз вақтида ва тўлиқ ҳажмда хиз-

⁹² Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ва тижорат банкларининг ҳисобот маълумотлари асосида тузилди.

⁹³ Муллажонов Ф. Барқарор банк тизими – иқтисодийёт таянчи // Бозор, пул ва кредит. №1. 2010. – Б.10.

мат кўрсатиш имкониятини оширди. Бу эса, ўз навбатида, хўжалик субъектлари ва аҳолининг банк тизимига бўлган ишончини янада мустаҳкамлашга хизмат қилди.

5. Иқтисодиёт ва экспорт таркибининг диверсификация қилиниши миллий иқтисодиёт равнақининг ташқи конъюнктура ҳолатига узвий боғланиб қолмаслигини таъминлади.

2009 йилда импортнинг экспорт ҳисобидан қопланиши даражаси 124,7 фоизни ташкил қилди. Таққослаш учун келтириб ўтамиз: бу кўрсаткич 2008 йилда 118,4 фоизни ташкил этган эди.

Мамлакат экспортининг диверсификациялашув даражасининг ортиши, хусусан, унинг таркибида пахта толаси каби стратегик хомашё маҳсулоти салмоғининг пасайиб бориши жаҳондаги иқтисодий рецессия ва ташқи бозорлардаги конъюнктуранинг ўзгаришига қарамасдан республикада экспортнинг ўсишини таъминлашга хизмат қилди. Жумладан, 2009 йилга келиб пахта толасининг республикада экспорт таркибидаги салмоғи 8,6 фоизни ташкил этиб, бу кўрсаткич 2000 йилдагига нисбатан 18,9 ф.п.га кам демакдир (16-жадвалга қаранг).

Бу ўринда эришилган ютуқларда 2009 йил мобайнида экспорт қилувчи корхоналарни қўллаб-қувватлаш ва уларнинг барқарор фаолиятини таъминлаш мақсадида амалга оширилган чора-тадбирларнинг ҳам муҳим ўрни борлигини таъкидлаб ўтиш мақсадга мувофиқ. Хусусан:

- йирик корхоналар томонидан маҳсулотлар таннарихи 2,7 трлн. сўмга пасайтирилди ва умуман саноат тармоқларида маҳсулот таннарихи 18 фоизга камайди;

- 50 та экспорт қилувчи корхоналарга 202,6 млрд. сўм миқдорида банк кредитлари бўйича қарзлар тўлаш муддати кечиктирилиб (реструктуризация), жарима санкциялари ва пенялари ҳисобдан чиқарилди;

- экспорт қилувчи корхоналарга тижорат банклари томонидан айланма маблағларни тўлдириш учун 233,5 млрд. сўмлик имтиёзли кредитлар ажратилди;

Ўзбекистоннинг экспорт товарлари таркиби (фоиз ҳисобида)⁹⁴

Йиллар	Пахта толаси	Озиқ-овқат	Кимё маҳсулотлари	Ёқилар этувчилар	Рангли ва қора металлар	Машина ва ускуналар	Хизматлар	Бошқа 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	2988,4
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
2009	8,6	6,0	5,0	34,2	5,0	2,9	8,8	29,5	100,0	11771,3

⁹⁴ Ўзбекистон Республикаси Давлат Статистика қўмитаси маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилган.

– 105,8 млрд. сўм миқдорида бюджет олдидаги ва етказиб берилган электр энергияси, табиий газ ва коммунал хизматлар қарзларини тўлаш муддатлари кейинга сурилди;

– барча турдаги энергия манбалари ва асосий коммунал хизматлар учун нархлар ўсиши паст даражада сақлаб қолинди (ўртача 7,7%).

Умуман олганда, республикамизда глобал молиявий инқирозгача бўлган даврда изчил амалга оширилган иқтисодий ислохотлар, хусусан, банк-молия тизимини мустаҳкамлаш, иқтисодиётнинг муҳим тармоқларини модернизация қилиш бўйича амалга оширилган чора-тадбирлар инқирознинг мамлакатимиз иқтисодиётига нисбатан салбий таъсирини юмшатиш, бартараф этиш учун муҳим асос бўлиб хизмат қилди.

3.2. Ўзбекистонда инқирозга қарши чоралар дастурининг вазифалари ва устувор йўналишлари

Энди Ўзбекистонда 2009 – 2012 йилларга мўлжаллаб қабул қилинган Инқирозга қарши чора-тадбирлар дастурининг асосий вазифалари ва унда кўзда тутилган асосий йўналишларни тадқиқ этамиз. Шунини мамнуният билан қайд этиш лозимки, ҳозирги кунда дунёнинг юқори мавқега эга бўлган халқаро ташкилотлари экспертлари томонидан республикамизда инқирозга қарши амалга оширилган чора-тадбирларнинг ўз вақтида ва самарали амалга оширилганлиги эътироф этилмоқда.

Мамлакатимизда иқтисодиётнинг реал аҳволи ва шароитларини ҳисобга олиб, 2008 йилнинг иккинчи ярмидаёқ Инқирозга қарши чоралар дастурини ишлаб чиқишга киришилди. Мазкур дастур глобал молиявий инқирознинг мамлакатимиз иқтисодиётига салбий таъсирини юмшатиш ва бартараф этиш имконини бериб, мамлакатдаги барқарор иқтисодий ўсишни таъминлаш, иқтисодиётнинг муҳим

етакчи тармоқларини модернизация қилишни такомиллаштириш, банк-молия тизимини мустақкамлашга асос бўлиб хизмат қилди. Зеро, республикамизда инқирознинг салбий таъсирини юмшатиш ва бартараф этишнинг самарали механизми шакллантирилганлиги ва унинг ўзини тўла-тўқис оқлаганлиги нуфузли ташкилотлар раҳбарлари ва экспертлар томонидан эътироф этилмоқда.

Инқирозга қарши чоралар дастурига батафсилроқ тўхталадиган бўлсак, унинг асосий вазифалари сифатида қуйидагилар белгиланган:⁹⁵

1. Корхоналарни модернизация қилиш, техник ва технологик қайта жиҳозлашни янада жадаллаштириш, замонавий, мослашувчан технологияларни кенг жорий этиш. Ушбу вазифа иқтисодиётнинг асосий тармоқлари, экспортга йўналтирилган ва маҳаллийлаштириладиган ишлаб чиқариш қувватларига тегишли бўлиб, унда халқаро сифат стандартларига ўтиш бўйича қабул қилинган тармоқ дастурларини амалга оширишни жадаллаштириш, мамлакатнинг ички ва ташқи бозорларда барқарор мавқега эга бўлишини таъминлаш кўзда тутилади.

2. Экспортга маҳсулот чиқарадиган корхоналарнинг ташқи бозорларда рақобатбардош бўлишини қўллаб-қувватлаш. Жорий конъюнктура кескин ёмонлашиб бораётган шароитда экспортни рағбатлантириш учун қўшимча омилларни 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

⁹⁵ Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқироzi, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари. – Тошкент: Ўзбекистон, 2009. – Б.32 – 35.

(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 ва преференциялар бериш белгиланди.

Бундан ташқари, экспортга маҳсулот чиқарадиган корхоналарни янада қўллаб-қувватлаш мақсадида:

– 2009 йил январь ҳолатига корхоналарнинг кредиторлик қарзларини реструктуризациялаш ва бюджет, бюджетдан ташқари фондларга электр энергияси, табиий газ ва коммунал хизматлар бўйича пеняларни ҳисобдан ўчириш;

– қўшилган қиймат солиғи суммасини қайтариш муддатини 30 кундан 20 кунгача қисқартириш;

– 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 камайтириш. 2008 йилда хўжалик юритувчи субъектларнинг иқтисодиётимиздаги етакчи тармоқ ва соҳаларда маҳсулот таннархини камида 20 фоиз туширишга қаратилган чоратадбирларни амалга ошириш, шунингдек, таннархни камайтириш бўйича белгиланган параметрларга эришиш учун раҳбар ва масъул ходимларни рағбатлантиришнинг таъсирчан механизмини ишлаб чиқиш кўзда тутилди.

Бунда таннархни пасайтиришнинг асосий йўналишлари сифатида қуйидагилар кўзда тутилди:

– импорт қилинадиган ресурслар нархларини қайта кўриб чиқиш ва пасайтириш;

– материаллар сарфи меъёрларини пасайтириш;

– маҳаллийлаштириш даражасини ошириш;

– маҳсулотлар ишлаб чиқариш технологиясини такомиллаштириш;

– фойдаланилмаётган ишлаб чиқариш қувватларни консервация қилиш;

– маъмурий бошқарув ходимлари сонини қисқартириш.

Бундан ташқари, 2009 йилда барча турдаги энергия манбалари ва коммунал хизматларнинг асосий турлари бўйича нархларнинг кўтарилишини чеклаш, уларнинг 6 – 8 фоиздан ошмаслик механизми шакллантирилди.

4. Электроэнергетика тизимини модернизация қилиш, энергия истеъмолини камайтириш ва энергия тежашнинг самарали тизимини жорий этиш. Зеро, иқтисодиётимизнинг рақобатбардошлигини янада кучайтириш, аҳоли фаровонлигини юксалтириш кўп жиҳатдан бизнинг мавжуд ресурслардан, биринчи навбатда, электр ва энергия ресурсларидан қанчалик тежамли фойдалана олишимизга боғлиқдир.

5. Ички бозорда талабни рағбатлантириш орқали маҳаллий ишлаб чиқарувчиларни қўллаб-қувватлаш, иқтисодий ўсишнинг юқори суръатларини сақлаб қолиш. Ушбу вазифанing бажарилишида ишлаб чиқаришни маҳаллийлаштириш дастурини кенгайтириш алоҳида ўрин тутди. Ушбу дастур доирасидаги лойиҳалар ҳажмини 3 – 4 баробар кўпайтириш, гўшт ва сутни қайта ишлашга ихтисослашган микрофирма ва кичик корхоналар учун бўшаган маблағларни ишлаб чиқаришни техник қайта жиҳозлаш ва модернизация қилишга мақсадли равишда йўналтириш шarti билан ягона солиқ тўлови ставкасини 2012 йилнинг 1 январига қадар 50 фоизга қисқартириш, тайёр ноозиқ-овқат товарларнинг муайян турларини ишлаб чиқаришга ихтисослашган корхоналарни фойда ва мулк солиқларидан, микрофирма ва кичик корхоналарни ягона солиқ тўловидан озод қилиш кўзда тутилган.

2009 – 2012 йилларга мўлжаллаб қабул қилинган Инқирозга қарши дастурда белгиланган чора-тадбирларнинг устувор йўналишлари сифатида қуйидагиларни келтириш мумкин:

– мамлакат молиявий-иқтисодий, бюджет, банк-кредит тизимининг барқарор ҳамда узлуксиз ишлашини таъминлаш;

– иқтисодиётнинг реал сектори тармоқлари ва корхоналарга ёрдам кўрсатиш;

– инвестицияларни жалб этиш, аввало, ички манбаларни сафарбар этиш ҳисобидан иқтисодиётимизнинг муҳим тармоқларини жадал модернизация қилиш, техник ва технологик қайта жиҳозлаш, транспорт коммуникацияларини янада ривожлантириш ва ижтимоий инфратузилма объектларини барпо этиш;

– аҳолини ижтимоий жиҳатдан қўллаб-қувватлаш.

Инқироз таъсирини юмшатиш ва бартараф этиш мақсадида мамлакат молия-банк тизимини мустаҳкамлашга алоҳида эътибор қаратилди. Натижада биргина 2008 – 2009 йилларда республикамиз тижорат банкларининг умумий капитали 2 бараварга кўпайди. 2009 йилнинг ўзида эса Ўзсаноатқурилишбанк, Микрокредитбанк, Халқ банки, Агробанк, Асака банки ва Қишлоқ қурилиш банки устав капиталларига жами 500 млрд. сўмдан зиёд давлат маблағлари йўналтирилди. Айни пайтда, Ўзбекистон Республикаси банклари капиталининг етарлилик даражаси 23 фоиздан ошгани ҳолда, Базель қўмитаси талабларидан 3 баравар кўпдир.

Бу ўринда яна бир муҳим масала – банкларга бўлган ишонч бўлиб, ҳозирда банкларнинг активлари миқдори аҳоли ва юридик шахсларнинг банкдаги маблағлари ҳажмидан 2 баравардан зиёдга кўпдир. Бундан ташқари, республикамиз банк тизимидаги умумий жорий ликвидлик банкларнинг ташқи тўловлар бўйича жорий мажбуриятларидан 10 бараварга ортиқ. Бу ҳолат мамлакатимиз банк тизимида тўловларни ўз вақтида ва тўлиқ амалга ошириш бўйича ҳеч қандай муаммолар мавжуд эмаслигини ҳам кўрсатади. Шунингдек, банкларнинг инвестицион кредитларининг умумий банк кредит портфелидаги салмоғи қарийб 70 фоизни ташкил этди. Иқтисодиётнинг реал секторига ажратилган кредитларнинг умумий миқдори 2009 йилга келиб, 2000 йилга нисбатан 14 бараварга кўпайди.

Инқирозга қарши чоралар дастурининг муҳим йўналиши ҳисобланган иқтисодийнинг реал сектори корхоналарини қўллаб-қувватлаш бўйича ишлаб чиқаришни модернизация қилиш; кооперация алоқаларини кенгайтириш, мустақам ҳамкорликни йўлга қўйиш; мамлакатимизда ишлаб чиқарилган маҳсулотларга ички талабни рағбатлантиришга алоҳида эътибор қаратилди.

Биргина 2009 йилнинг ўзида экспортга маҳсулот чиқарадиган корхоналарнинг айланма маблағларини кўпайтириш учун уларга умумий миқдори 233 млрд. сўмдан иборат имтиёзли кредитлар ажратилди. Натижада глобал молиявий инқироз шароитида жаҳон бозорида талабнинг пасайишига қарамасдан, 2009 йилда республика-мизда экспорт ҳажми 2,4 фоизга ошди. Шунингдек, Инқирозга қарши чоралар дастури доирасида солиқ юкини енгиллаштириш, солиққа тортиш тизимини соддалаштириш ва унификация қилиш бўйича қўшимча чоралар кўрилган бўлиб, солиқ имтиёзлари ва преференциялар бериш ҳисобидан 500 млрд. сўмдан ортиқ маблағ хўжалик субъектлари тасарруфида қолдирилди. 2009 йилда кичик саноат корхоналари учун ягона солиқ тўлови 8 фоиздан 7 фоизга пасайтирилгани ҳолда, яқка тартибдаги тадбиркорлар учун солиқ миқдори ўртача 1,3 бараварга камайтирилди.

2009 йил мобайнида инвестиция дастури ва техник модернизациялаш бўйича 690 та инвестиция лойиҳаси амалга оширилган бўлиб, уларнинг 303 таси муваффақиятли яқунланган. Шунингдек, газ қувурларини тортиш орқали транзит имкониятларини ошириш, электр узатиш линияларини барпо этиш, Ўзбекистон миллий автомагистралини қуриш ва реконструкция қилиш бўйича ҳам салмоқли ишлар амалга оширилди. Туркменистондан республика-миз ҳудуди орқали Хитойга ўтадиган газ қувурларини тортиш ишлари яқунланди, “Янги Ангрен – Ўзбекистон” ЛЭП-500 электр узатиш линияси, “Оҳангарон – Пунгон” магистрал газ қувури, “Фузор – Сурхон” юқори вольт-

ли электр узатиш линиясини қуриш бўйича стратегик инвестиция лойиҳалари амалга оширилди. Натижада мамлакатимизда ягона электр ва газ тармоғи тизимларини ташкил этиш ишлари қарийб якунланди. Шунингдек, 2009 йилда 217 километрлик автомобиль йўли фойдаланишга топширилган бўлса, 538 километрлик йўл ва 19 та кўприк таъмирланган. Йўл-қурилиш техникасини сотиб олиш учун Осиё тараққиёт банкнинг умумий қиймати 56 млн. АҚШ долларига тенг бўлган имтиёзли кредитлари жалб этилган.

Бундан ташқари, мамлакатимизнинг 2009 – 2014 йилларда амалга ошириш кўзда тутилган инвестицион лойиҳалар Дастурида нефть ва газ тармоғи, транспорт ва инфратузилма, шунингдек, энергетика ва кимё саноати тармоқларида амалга ошириладиган инвестициялар юқори салмоқни ташкил этишини алоҳида таъкидлаш лозим (14-расмга қаранг).

2009 йилда Инқирозга қарши чоралар дастури доирасида янги иш ўринларини яратиш ва аҳолининг турмуш даражасини янада оширишга қаратилган муҳим чора-тадбирлар амалга оширилди. Натижада 2009 йилда мамлакатимизда 940 мингдан зиёд янги иш ўринларини яратишга эришилди, хусусан, уларнинг 500 мингга яқини қишлоқ жойларда ташкил этилди.

Аҳолининг реал даромадлари 2009 йил мобайнида 26,5 фоизга ошди, иш ҳақи, пенсия ва нафақаларнинг ўсиши эса ўртача 40 фоизни ташкил этган.

2010 йилда мамлакатимизнинг ижтимоий-иқтисодий ривожланишининг устувор вазифалари этиб қуйидагилар белгиланди:

– ислохотларни давом эттириш ва чуқурлаштириш, мамлакатимизни янгилаш ва модернизация қилиш, 2009 – 2012 йилларга мўлжалланган Инқирозга қарши чоралар дастурини сўзсиз бажариш ва шу асосда иқтисодий ривожланишнинг юқори ва барқарор суръатларини, самарадорлигини ҳамда макроиқтисодий мувозанатни таъминлаш;

2009 – 2014 йилларда амалга ошириш кўзда тутилган инвестицион лойиҳалар дастури (иқтисодий тармоқлари таркибида, млн. долл.)⁹⁶



14-расм

– банк-молия тизимининг барқарорлигини таъминлаш;
– мамлакатимизнинг рақобатбардошлигини оширишни таъминлаш учун иқтисодий таркибий ўзгартириш жараёнларини чуқурлаштириш сиёсатини давом эттириш;

– асосий етакчи соҳаларни модернизация қилиш, техник ва технологик янгилаш, транспорт ва инфратузилма коммуникацияларини ривожлантиришга қаратилган стратегик аҳамиятга молик лойиҳаларни амалга ошириш учун фаол инвестиция сиёсатини олиб бориш;

– қишлоқда уй-жой қуриш ва ижтимоий инфратузилмани ривожлантиришни жадаллаштириш.

Бундан кўринадики, 2010 йилда амалга ошириладиган иқтисодий-ижтимоий сиёсат мамлакатимиз иқтисодий-глобал молиявий инқироз шароитида ва инқироздан кейинги даврда барқарор ривожланишини таъминлашга хизмат қилади.

⁹⁶ Иқтисодий вазирлиги маълумотлари асосида тузилган.

Учинчи бобдаги тадқиқотларга асосланиб, қуйидаги хулосаларни шакллантириш мумкин:

– дунёда “Ўзбек модели” номи билан танилган иқтисодий ислоҳотлар стратегияси ўзини тўла-тўқис оқлагани ҳолда, инқироз шароитида Ўзбекистон танлаган йўлнинг нақадар тўғрилиги яна бир бор тасдиқланди;

– мамлакатимиздаги иқтисодий-ижтимоий ислоҳотлар самараси ўлароқ, қатор ютуқлар ва марраларга эришилди, улар ўз навбатида глобал молиявий инқирознинг салбий таъсирини юмшатишга хизмат қилди, хусусан:

а) мамлакатда макроиқтисодий барқарорлик ва иқтисодий ўсишнинг барқарор суръатлари таъминланганлиги;

б) халқаро валютавий тўловга қобиллик ва ликвидликнинг таъминланганлиги;

в) оқилона пул-кредит ва солиқ-бюджет сиёсатининг амалга оширилганлиги;

г) банк тизимидаги ислоҳотларнинг изчиллиги, банк капиталлашувининг мунтазам ошириб борилганлиги ва банкларни тартибга солишнинг самарали тизими шаклланди;

д) иқтисодиёт ва экспорт таркибининг диверсификация қилиниши миллий иқтисодиёт равнақининг ташқи конъюнктура ҳолатига узвий боғланиб қолмаслигини таъминлаганлиги.

– 2009 – 2012 йилларга мўлжаллаб қабул қилинган Инқирозга қарши дастурда белгиланган чора-тадбирларнинг устувор йўналишлари этиб қуйидагилар белгиланди:

а) мамлакат молиявий-иқтисодий, бюджет, банк-кредит тизимининг барқарор ҳамда узлуксиз ишлашини таъминлаш;

б) иқтисодиётнинг реал сектори тармоқлари ва корхоналарга ёрдам кўрсатиш;

в) инвестицияларни жалб этиш, аввало, ички манбаларни сафарбар этиш ҳисобидан иқтисодиётимизнинг

муҳим тармоқларини жадал модернизация қилиш, техник ва технологик қайта жиҳозлаш, транспорт коммуникацияларини янада ривожлантириш ва ижтимоий инфратузилма объектларини барпо этиш;

г) аҳолини ижтимоий жиҳатдан қўллаб-қувватлаш.

ХУЛОСА

Ушбу монографик тадқиқот натижаларига асосланиб, қуйидаги принципиал хулосаларга келинди.

1. Иқтисодиётда мунтазам равишда инқирозларнинг юзага келиши, уларнинг ортидан эса иқтисодий ўсиш даврининг ўрин алмашилиши классик мувозанат модели қоидаларининг амалиётда тўлиқ ўз тасдиғини топмаганлигини кўрсатди.

2. Молиявий инқироз тизимли равишда молия бозорлари, молия сектори муассасалари, пул муомаласи ва кредит, халқаро молия, давлат, муниципал ва корпоратив молияни қамраб олувчи инқироз бўлиб, мамлакатдаги иқтисодий фаоллик ва аҳолининг турмуш тарзи даражасига салбий таъсир кўрасатади.

3. Молиявий инқироз, одатда, бозор иқтисодиёти қарор топаётган давлатларда қуйидаги ҳолатлар билан тавсифланади:

– акциялар бозори капиталлашувининг 20%дан ортиққа пасайиши;

– облигациялар ҳажмининг бозор қиймати бўйича ички ва ташқи бозорларда 15%дан ортиққа қисқариши;

– бозор фоиз ставкасининг 20%дан ортиққа ошиши;

– йиллик инфляция суръатининг 20%дан ортиққа ўсиши;

– хорижга чиқиб кетадиган капитал миқдорининг 30%дан ортиққа кўпайиши;

– миллий валюта алмашув курсининг 15%дан ортиққа пасайиши;

– Марказий банк олтин-валюта захираларининг 20%дан ортиққа камайиши;

– банк сектори депозит базасининг 10%дан ортиққа камайиши;

– ички кредитлар ҳажмининг 10%дан ортиққа қисқариши.

4. Тадқиқотлар натижалари валюта инқирозлари бўса-

ғасида глобал фондлар томонидан сезиларли даражада юқори қисқа позициялар эгалланганлигини тасдиқламоқда.

5. Глобал инвесторлар спот, форвард битимлари ва валюта опционлари, шунингдек, тузилмали молиявий маҳсулотлар бозорларидан фойдаланиб, барқарор ва кучли бўлмаган валюталарда йирик миқдордаги қисқа позицияни эгаллаш имкониятига эга бўлган.

6. Монетаризм тарафдорлари фикрича, мамлакатдаги пул таклифи устидан давлат назоратини таъминлаш баҳолар барқарорлиги ва иқтисодийнинг ўсиш суръатларини сақлаб қолишнинг асоси бўлиб ҳисобланади.

7. А.Гринспен ва ҳозирда Б.Бернанке бошчилигида АҚШ ФЗТ томонидан амалга оширилган монетар сиёсат паст сифатли кредитлар (сабпрайм – subprime) ҳажмининг ошишини ва бундай кредитларни молиялаштиришга хизмат қилувчи мураккаб молиявий маҳсулотларнинг ривожланишини рағбатлантирди.

8. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози юзага келишининг асосий сабаблари:

– АҚШ жорий операциялар балансидаги юқори дефицит ва ташқи қарздорлик;

– АҚШ ФЗТ томонидан инвестициялар ва иқтисодий ўсишни рағбатлантириш мақсадида амалга оширилган “юмшоқ” пул-кредит сиёсати, хусусан, паст фоиз ставкаларининг узоқ муддат сақлаб қолиниши;

– молиявий глобаллашувнинг чуқурлашуви, замонавий технологиялар (Свифт, Интернет-банкнинг) ва капиталлар ҳаракатининг эркинлаштирилиши;

– монетаризм ғоялари асосига қурилган Ямайка валюта тизимининг молия муассасаларига пулни босиш дастгоҳидан максимал даражада фойдаланиш, валюта деривативлари, электрон пулларни ташкил қилиш, реал қийматга эга бўлмаган капитал ҳисобига йирик миқдордаги таъминланмаган қимматли қоғозларни жаҳон молия тизимига киритиш имконини берганлиги;

– молиявий барқарорлик даврларида молиявий инновацияларни самарали тартибга солиш қоидалари, меъёрлари ва мезонлари ишлаб чиқилмаганлиги, ипотека қимматли қоғозлари ва бошқа инновацион мураккаб тузилмалар молиявий маҳсулотларни самарали мониторинг қилиш тизими шакллантирилмаганлиги;

– рейтинг агентликларининг моделлари ва баҳолаш методлари молиявий инновацияларга оид молиявий рискларни етарли даражада баҳолаш имкониятини бермаганлиги;

– АҚШ молия муассасалари томонидан ажратилган барча ипотека кредитлари таркибида ностандарт (паст сифатли) кредитлар салмоғининг ошиши;

– кўчмас мулк баҳосининг пасайиши ва ипотека кредитларининг гаров таъминотининг ёмонлашуви;

– кредиторлар томонидан ностандарт кредитларга бўлган ўсаётган талабни қондириш мақсадида қисқа муддатли юқори даромадли ипотека қимматли қоғозларини муомалага чиқариш орқали молиявий ресурсларнинг шакллантирилиши;

– Fannie Mae ва Freddie Macнинг ностандарт кредитлар бозорини рағбатлантиришдаги фаоллиги.

9. 1999 йилга келиб Глэсс-Стигел қонунининг бекор қилиниши АҚШ тижорат банкларига инвестиция банки функциясини бажариш имконини берган ва бу, ўз навбатида, юқори рискли андеррайтинг, қимматли қоғозлар савдоси, беқарор кредит амалиётларининг ривожланишига олиб келган.

10. XIX – XX асрларда капитал ривожланган давлатлардан ривожланаётган давлатлар томон ҳаракатланган бўлса, ҳозирда ривожланаётган давлатлар жамфарма марказларига, АҚШ ва бошқа ривожланган давлатлар эса истеъмолчиларга айланиб қолди.

11. Дунё мамлакатларини инқироздан қутқариш чоратадбирлари қуйидаги йўналишларда амалга оширилган:

а) банкларнинг қарз мажбуриятлари бўйича давлат кафолатини бериш;

б) молия муассасаларини қайта капиталлаштириш;

в) муаммоли активларни харид қилиш;

г) иқтисодий талабни рағбатлантириш.

12. АҚШда инқирозга қарши чоралар Ж.Буш маъмурияти даврида Полсоннинг инқирозга қарши режаси (The Troubled Asset Relief Program, TARC) (700 млрд. АҚШ доллари миқдорида) шаклида ишлаб чиқилди, Б.Обама бошчилигидаги янги инқирозга қарши дастур (American Recovery and Reinvestment Act) 787 млрд. АҚШ доллари миқдоридаги молиявий кўмакни кўзда тутди.

13. Г.Браун бошчилигидаги Англия ҳукуматининг инқирозга қарши чораларида банк тизими устидан кучли давлат назоратини таъминлаш асосий бўғинга айланди ва Браун дастури 290 млрд. доллар миқдоридаги маблағларни Британия банклари муаммоли активларини сотиб олишга, 220 млрд. долларни эса банкларнинг қайта капиталлашувига, кредитлаш, инвестиция ва истеъмол талабини қўллаб-қувватлашга сафарбар этишни кўзда тутди.

14. Молиявий-иқтисодий инқироз шароитида марказий банклар, биринчидан, молия секторига қўшимча ликвидлиликни тақдим қилиш инструментларини ишлаб чиқдилар; иккинчидан, ипотека облигацияларини, гарчи улар реал бозор баҳосига эга бўлмаса-да, гаров сифатида қабул қилиш амалиётини йўлга қўйдилар.

15. Дунёда “ўзбек модели” номи билан танилган иқтисодий ислоҳотлар стратегияси ўзини тўла-тўқис оқлагани ҳолда, инқироз шароитида Ўзбекистон танлаган йўлнинг нақадар тўғрилиги яна бир бор тасдиқланди.

16. Мамлакатимиздаги иқтисодий-ижтимоий ислоҳотлар самараси ўлароқ, қатор ютуқлар ва марраларга эришилди ва улар ўз навбатида глобал молиявий инқирознинг салбий таъсирини юмшатишга хизмат қилди, хусусан:

а) мамлакатда макроиқтисодий барқарорлик ва иқтисодий ўсишнинг барқарор суръатлари таъминланганлиги;

б) халқаро валютавий тўловга қобиллик ва ликвидликнинг таъминланганлиги;

в) оқилона пул-кредит ва солиқ-бюджет сиёсатининг амалга оширилганлиги;

г) банк тизимидаги ислохотларнинг изчиллиги, банк капиталлашувининг мунтазам ошириб борилганлиги ва банкларни тартибга солишнинг самарали тизими шаклланганлиги;

д) иқтисодиёт ва экспорт таркибининг диверсификация қилиниши миллий иқтисодиёт равнақининг ташқи конъюнктура ҳолатига узвий боғланиб қолмаслигини таъминлаганлиги.

17. 2009 – 2012 йилларга мўлжаллаб қабул қилинган Инқирозга қарши дастурда белгиланган чора-тадбирларнинг устувор йўналишлари этиб қуйидагилар белгиланди:

а) мамлакат молиявий-иқтисодий, бюджет, банк-кредит тизимининг барқарор ҳамда узлуксиз ишлашини таъминлаш;

б) иқтисодиётнинг реал сектори тармоқлари ва корхоналарга ёрдам кўрсатиш;

в) инвестицияларни жалб этиш, аввало, ички манбаларни сафарбар этиш ҳисобидан иқтисодиётимизнинг муҳим тармоқларини жадал модернизация қилиш, техник ва технологик қайта жиҳозлаш, транспорт коммуникацияларини янада ривожлантириш ва ижтимоий инфратузилма объектларини барпо этиш;

г) аҳолини ижтимоий қўллаб-қувватлаш.

ФЙДАЛАНИЛГАН АДАБИЁТЛАР РЎХАТИ

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

2. «2008 йилда Республикани ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш якунлари ва 2009 йилда иқтисодиётни барқарор ривожлантиришнинг энг муҳим устувор вазифалари тўғрисида»ги Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси мажлисининг қарори. 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 Ислон Каримовнинг Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлиси, Вазирлар Маҳкамасининг ва Президент Девонининг Ўзбекистон мустақиллигининг 16 йиллигига бағишланган қўшма мажлисидаги маърузаси // Халқ сўзи. 2007 йил 31 август.

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

6. Асосий вазифамиз – ватанимиз тараққиёти ва халқимиз фаровонлигини янада юксалтиришдир. Президент Ислон Каримовнинг 2009 йилнинг асосий якунлари ва 2010 йилда Ўзбекистонни ижтимоий-иқтисодий ривожлантиришнинг энг муҳим устувор йўналишларига бағишланган Вазирлар Маҳкамасининг мажлисидаги маърузаси // O'zbekiston ovozi. 2010 йил 30 январь.

7. Ўзбекистон Республикаси ҳукумати ва Марказий банки ҳамда Халқаро валюта жамғармасининг қўшма баёоти // Халқ сўзи. 2008 йил 25 декабрь.

8. Абидов А. Кризисы на фондовых рынках // Биржа Эксперт. 2009. №2. С.28 – 30.

9. Аронов Б. Международный рынок синдицированных займов в условиях глобального финансово-экономического кризиса // Международная экономика. 2009. №2. – С.4 – 11.

10. 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.

11. Бекаров А.А. Финансовая эпидемия // ЭКО. 2009. № 1. – С.14 – 19.

12. Бикеева Э., Асфандиярова Э. Нефтегазовая отрасль в условиях кризиса: состояние и меры по стабилизации // Биржа Эксперт. 2009. №2. – С.34 – 37.

13. Бузгалин А., Колганов А. Мировой экономический кризис и сценарии посткризисного развития: марксистский анализ // Вопросы экономики. 2009. №1. – С.119 – 132.

14. Бутиков И. Фондовый рынок Узбекистана в условиях кризиса мировой финансовой системы // Бозор, пул ва кредит. 2009. №1. – С.51 – 53.

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

16. Вахабов А.В., Жумаев Н.Х., Ҳошимов Э.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози: сабаблари, хусусиятлари ва иқтисодий таъсирини юмшатиш йўллари. – Тошкент: Akademnashr, 2009. – 144 б.

17. Вахобов А., Жумаев Н., Бурханов У. Халқаро молия муносабатлари. – Тошкент: Шарқ, 2003. – 400 б.

18. Воронин С. Роль государства в преодолении последствий мирового финансового кризиса // Биржа Эксперт. 2009. №1. – С.38 – 40.

19. Головин М.Ю. Теоретические основы денежно-

кредитной политики в условиях глобализации. – М.: Институт экономики РАН, 2008. – 48 с.

20. Григорьев Л., Салихов М. Финансовый кризис – 2008: вхождение в мировую рецессию // Вопросы экономики. 2008. №12. С.27– 45.

21. Жумаев Н., Хошимов Э. Жаҳон молиявий инқирози Ўзбекистон нигоҳида // Биржа Эксперт. 2009. №1. Б.3 – 7.

22. Жумаев Н., Йўлдошев М.И. Жаҳон молиявий инқирози // Фан ва турмуш. №6. 2008. – Б.26 – 27.

23. Жумаев Н. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози: сабаблари ва унга қарши иммунитет // Тошкент оқшоми. 2009 йил 1 июнь.

24. Замараев Б., Киюцевская А., Назарова А., Суханов Е. Экономические итоги 2008 года: конец «тучных» лет // Вопросы экономики. №3. 2009. – С.10 – 11.

25. Зокирова Н., Абдурахмонов О. Инқироз: оқибатлар, бартараф этиш, меҳнат муаммолари ва янги маррраларга чиқиш. – Тошкент: Fan va texnologiya, 2009. – 224 б.

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

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

28. Кудрин А. Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию // Вопросы экономики. 2009. №1. – С.9 – 27.

29. Кулешов В.В. Мировой финансовый кризис и его последствия для России // ЭКО. 2009. № 1. – С.2 – 13.

30. Мау В. Драма 2008 года: от экономического чуда к экономическому кризису // Вопросы экономики. 2009. №2. – С.4 – 23.

31. Муинов Дж., Мишенькова О. Воздействие кризиса на инвестиционные процессы: ситуация в мире и Узбекистане // Биржа Эксперт. 2009. №2. – С.31 – 33.

32. Муллажонов Ф. Барқарор банк тизими – иқтисодиёт таянчи // Бозор, пул ва кредит. №1. 2010. – Б.10.
33. Навой А. Российские кризисы образца 1998 и 2008 годов: найди 10 отличий // Вопросы экономики. 2009. №2. – С.2 – 38.
34. Новоселова Л. КНР: инвестиции и преодоление кризиса (о концепции и направлениях реализации китайском антикризисной политики) // Российский экономический журнал. 2009. №1 – 2. – С.61 – 73.
35. Пахомов Ю. Мировой финансовой кризис: цивилизационные истоки // Экономист. 2009. №2. – С.37 – 42.
36. Попов Г. О экономической кризисе 2008 года // Вопросы экономики. 2008. №12. – С.112 – 119.
37. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития: Дисс... док. эконом. наук. – М., 2000. – С.179.
38. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – С.51.
39. Сабанчиев Н. Проблемы стратегической устойчивости организации в условиях глобального финансово-экономического кризиса // Международная экономика. 2009. №2. – С.70 – 73.
40. Сенчагов В.К. Финансовый кризис: механизм преодоления // ЭКО. 2009. № 1. – С.49 – 60.
41. Сидорович В. Спекулятивный капитал как фактор кризиса // Экономист. 2009. №2. – С.43 – 51.
42. Суэтин А. О причинах современного финансового кризиса // Вопросы экономики. 2009. №1. – С.40 – 51.
43. Туган-Барановский М.И. Избранное. Периодические промышленные кризисы. История английских кризисов. Общая теория кризисов. – М., 1997. – С.24 – 36.
44. Финансовый кризис в России и в мире / Под ред. Е.Т.Гайдара. – М.: Проспект, 2009. – 256 с.
45. Ханин Г.И., Фомин Д.А. Экономический кризис 2008 г. В России: причины и последствия // ЭКО. 2009. №1. – С.20 – 37.

46. Шаститко А. Мировой финансовый кризис – возможность для ремонта институтов? // Вопросы экономики. 2008. №12. – С.133 – 139.

47. Шумпетер Й. Теория экономического развития. – М., 1982. – С.386.

48. Экономическая теория / Под ред. Ю.Ф.Симионова. – Ростов-на-Дону: Феникс, 2001. – 135 с.

49. Юсим В. Первопричина мировых кризисов // Вопросы экономики. 2009. №1. – С.28 – 39.

50. 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.

51. 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)

52. Block F. M. Capital Stocks: Explaining Economic Stages. Amsterdam, 2004. – P.164.

53. 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.

54. Corsetti G., Pesenti P., Roubini N. The Role of Large Players in Currency Crises. – National Bureau of Economic Research, Working Paper 8303, May 2001.

55. Davis, E.P. 'Liquidity, financial crises and the lender of last resort – how much of a departure is the subprime crisis?', Paper presented at the Reserve Bank of Australia conference, 'Lessons from the financial turmoil of 2007 and 2008', 14 – 15 July.

56. Eichengreen B. Origins and Responses to the Crisis, mimeo, University of California, Berkeley, 2008, emlab.berkeley.edu/users~eichengr

57. Forrester J.W. Innovations and Economic Change // Futures. 1981. Vol.13. №13. – P.323 – 331.

58. Foxley A. Recovery: The Global Financial Crisis and Middle-income countries. – Washington, Carnegie Endowment. – P.38.

59. Friedman M. The Role of Monetary Policy // *American Economic Review*, LVIII (1968). – P.1 – 21.

60. Ferguson N. *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. –London: The Penguin Press, 2008.

61. Geert Rouwenhorst K. *The Origins of Mutual Funds*. – USA: New Haven, 2003. – P.30.

62. Goodhart Ch. What weight should be given to asset prices in the measurement of inflation // *Economic Journal*. 2001. Vol. III. June. – P.335.

63. 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. – P.35 – 54.

64. Hayek, F. *Prices and production*, Ludwin von Mises Intstitute, Auburn, 2008 // www.mises.org

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

66. Hicks John. "Mr. Keynes and the Classics. A Suggested Interpretation", *Econometrika* V (1937). – P.147 – 159.

67. Hull, J. *Options, Futures, and other Derivatives*. Sixth Edition, Prentice Hall, New Jersey, 2006.

68. *Implications of the Growth of Hedge Funds*. – Wash.: Staff Report to the US Securities and Exchange Commission, September 2003. – P.1.

69. Kawai Masahiro, Newfarmer Richard, Schmukler Sergio. *Crisis and Contagion in East Asia: Nine Lessons*. – World Bank, 2003. – P.3.

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

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

72. Martin E. *U.S. Stocks Tumble, Sending S&P 500 to Bear Market*; Bank Slide (Internet), Bloomberg.com

Available from: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a2VxF1hrlYuY>> (Accessed 16 July 2008).

73. 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. – P.283 – 299.

74. Prati A., Garry J. Financial stability in European economic and monetary union. International finance section. 1999.

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

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

77. Roubini N. Why Central Banks Should Burst Bubbles / www.rgemonitor.com

78. 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. – P.147 – 215.

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

80. Shughart. W.F. A Public Choice Perspective of the Banking Act of 1933 / *Cato Journal*, 1988. Vol.7. No.3. – P.606.

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

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

83. Tornell A. Common Fundamentals in the Tequila and Asian Crises. – NBER Working Paper No. 7139. 1999. – P.5.

84. 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). – P.263 – 83.

ИНТЕРНЕТ МАНБАЛАРИ

1. <http://www.thehfa.org>
2. <http://www.world-exchanges.org>
3. <http://www.niesr.ac.uk>
4. <http://financialinvestments.ru/3analytics/worldfinancialcrisis.htm>
5. <http://www.usbudgetwatch.org/stimulus/>
6. <http://www.recovery.gov>
7. <http://www.g20.org/Documents/final-communique.pdf>
8. <http://www.maref.org>
9. <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/taf.htm>
10. http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_crisisresponse.htm
11. <http://www.bankofengland.co.uk>
12. <http://www.ici.org>
13. <http://www.bis.org>
14. http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm
15. <http://www.frbdiscountwindow.org/index.cfm>
16. <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>
17. <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601070&sid=auzqsRLscCSY>
18. <http://www.cbu.uz>
19. <http://www.imf.org>
20. <http://www.worldbankgroup.org>
21. <http://www.bankofengland.co.uk/markets/forex/index.htm>
22. <http://www.cbr.ru>
23. <http://www.boj.or.jp/en/index.htm>
24. <http://www.banque-france.fr>
25. <http://www.stats.oecd.org>
26. <http://www.ec.europa.eu/eurostat>
27. <http://www.usbudgetwatch.org>
28. <http://www.bundesregierung.de>

29. <http://www.statistics.gov.uk>
30. <http://www.londonsummit.gov.uk>
31. [http:// www.g20.org/Documents/final-communicue.pdf](http://www.g20.org/Documents/final-communicue.pdf)

ИЛОВАЛАР

1-илова

Инвестицион-банк холдинг компаниялари (30.09.2008 ҳолатига) ⁹⁷

Шўба компанияси (инвестиция банки)	Бош компания
Banc of America Securities, LLC	Bank of America Corp.
Barclays Capital, Inc.	Barclays PLC
Bear, Stearns & Co. Inc.	JPMorgan Chase & Co.
Citigroup Global Markets, Inc.	Citigroup, Inc.
HSBC Securities (USA), Inc.	HSBC Holdings PLC
J.P. Morgan Securities, Inc.	JPMorgan Chase & Co.
UBS Financial Services, Inc.	UBS AG
UBS International, Inc.	UBS AG
UBS Securities, LLC	UBS AG
Wachovia Capital Markets, LLC	Wachovia Corp.
Wachovia Securities Financial Network, LLC	Wachovia Corp.
Wachovia Securities, LLC	Wachovia Corp.
Wells Fargo Brokerage Services, LLC	Wells Fargo & Company
Wells Fargo Institutional Securities, LLC	Wells Fargo & Company
Wells Fargo Investments, LLC	Wells Fargo & Company

⁹⁷ Манба: АҚШ ФЗТ // www.federalreserve.gov, 2009.

Мажбурий захира ажратмалари меъёри динамикаси⁹⁸

Амал қилиш муддати	Талаб қилиб олингунча ва муддати 3 йилгача бўлган депозитлар бўйича	Муддати 3 йилдан ортиқ депозитлар бўйича	Хорижий валютадаги депозитлар бўйича
1992 йил 2 сентябрь	15	15	15
1993 йил 1 январь	20	10	20
1994 йил 1 май	30	10	30
1995 йил 1 январь	30	10	25
1996 йил 1 июнь	25	10	0
1997 йил 1 декабрь	20	10	0
2000 йил 25 март	20	20	0
2005 йил 1 февраль	15	15	5
2005 йил 1 октябрь	15	15	8
2007 йил 1 сентябрь	13	13	13
2008 йил 1 ноябрь	15	15	15

⁹⁸ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида муаллифлар томонидан тузилди.

Амалдаги мажбурий захира ажратмалари меъёри⁹⁹

Амал қилиш муддати	Талаб қилиб олингунча ва муддати 1 йилгача бўлган миллий ва хорижий валютадаги депозитлар бўйича	1 йилдан 3 йилгача бўлган миллий ва хорижий валютадаги депозитлар бўйича	Муддати 3 йилдан ортиқ миллий ва хорижий валютадаги депозитлар бўйича
2009 йил 1 сентябрь	15	12	10,5

Н.Жумаев, О.Абдурахмонов

⁹⁹ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари (www.cbu.uz).

Узоқ ва қайтлар учун

изоҳ ва қайдлар учун

Илмий нашр

НОДИР ХОСИЯТОВИЧ ЖУМАЕВ
ОЛИМ ҚАЛАНДАРОВИЧ АБДУРАҲМОНОВ

**ЖАҲОН МОЛИЯВИЙ-ИҚТИСОДИЙ
ИНҚИРОЗИ:
САБАБЛАРИ ВА УНИ БАРТАРАФ ЭТИШ
МУАММОЛАРИ**

Муҳаррир: Абдулла ШАРОПОВ

Мусахҳиҳ: Хуршид ИБРОҲИМОВ

Бадий муҳаррир: Феруза ФАЙЗУЛЛОҲ

Техник муҳаррир: ШАҲРИЁР

Нашриёт лицензияси: АИ №134, 27.04.2009.
Теришга 16.07.2010 йилда берилди. Босишга рухсат
этилди: 18.10.2010 й. Офсет қоғози. Қоғоз бичими: 84x108 1/32.
Arial гарнитураси. Офсет босма. Ҳисоб-нашриёт т.: 5,5. Шартли
б.т.: 8,4. Адади: 1000 нусха. Буюртма № 251

«АКАДЕМНАШР» нашриётида нашрга тайёрланди.
100156, Тошкент шаҳри, Чилонзор тумани, 20^А-мавзе, 42-уй.
Тел: (+998 97) 331-56-22 **E-mail:** akademnashr@mail.ru

“КО’НИ NUR” МЧЖ босмахонасида чоп этилди.
Тошкент шаҳри, Машинасозлар мавзеси, 4-уй.

