

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ ОЛИЙ ВА ЎРТА
МАХСУС ТАЪЛИМ ВАЗИРЛИГИ**

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ
МАГИСТРАТУРА БЎЛИМИ**

Қўлёзма ҳуқуқида
УДК:

АТАЖАНОВ ФАРРУХ ГАФУРЖАНОВИЧ

**МАРКАЗИЙ БАНК МОНЕТАР СИЁСАТИНИ ЯЛПИ ИЧКИ
МАҲСУЛОТНИНГ ЎСИШ СУРЪАТИНИ
ТАЪМИНЛАШДАГИ РОЛИНИ ОШИРИШ ЙЎЛЛАРИ**

Мутахассислик: 5A230701-«Банк иши (фаолият турлари бўйича)»

Магистрлик даражасини олиш учун ёзилган

ДИССЕРТАЦИЯ

Илмий раҳбар: доц. Бердиназаров З.

ТОШКЕНТ-2016

	МУНДАРИЖА	
	КИРИШ.....	3
I БОБ.	МОНЕТАР СИЁСАТНИНГ НАЗАРИЙ АСОСЛАРИ ВА ИҚТИСОДИЁТНИ ТАРТИБГА СОЛИШДАГИ АҲАМИЯТИ.....	7
1.1.	Монетар сиёсатни амалга оширишнинг замонавий инструментлари ва улардан фойдаланиш йўналишлари....	7
1.2.	Жаҳон амалиётида монетар сиёсатни олиб боришни стратегик ва амалга оширишнинг тактик жиҳатлари.....	19
1.3.	Ялпи ички маҳсулотнинг ўсишини таъминлашда монетар сиёсатни такомиллаштириш бўйича хориж тажрибаси ва унинг амалий аҳамияти.....	29
	Биринчи боб бўйича хулоса.....	43
II БОБ.	ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ МАРКАЗИЙ БАНКИНИНГ МОНЕТАР СИЁСАТИ ИНСТРУМЕНТЛАРИНИНГ МАКРОИҚТИСОДИЙ ЎСИШ СУРЪАТЛАРИГА ТАЪСИРИНИ ЗАМОНАВИЙ ҲОЛАТИ ВА МАВЖУД ТЕНДЕНЦИЯЛАРИ.....	45
2.1.	Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг монетар сиёсати ва унинг иқтисодий ўсиш суръатларига таъсири.....	45
2.2.	Монетар инструментлар ва монетар индикаторлар ўртасидаги алоқадорликнинг эконометрик таҳлили.....	54
	Иккинчи боб бўйича хулоса.....	64
III БОБ.	ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ МАРКАЗИЙ БАНКИ МОНЕТАР СИЁСАТИНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ ВА УНИНГ ИҚТИСОДИЁТНИ РИВОЖЛАНТИРИШДАГИ РОЛИНИ ОШИРИШ ИСТИҚБОЛЛАРИ.....	66
3.1.	Ўзбекистон Республикаси Марказий банки монетар сиёсатини такомиллаштириш ва унинг иқтисодий ривожлантиришдаги ролини ошириш билан боғлиқ бўлган муаммолар.....	66
3.2.	Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг монетар сиёсатини такомиллаштириш ва унинг иқтисодий ривожлантиришдаги ролини ошириш йўллари.....	72
	Учинчи боб бўйича хулоса.....	78
	ХУЛОСА ВА ТАКЛИФЛАР.....	79
	ФОЙДАЛАНИЛГАН АДАБИЁТЛАР РЎЙХАТИ.....	84

КИРИШ

Магистрлик диссертацияси мавзусининг асосланиши ва унинг долзарблиги. 2015 йилда банк тизимида амалга оширилган изчил ва аниқ мақсадли ислохотлар банклар капиталлашув даражаси ва депозит базасининг юқори суръатларда ўсишига имкон берди ва натижада банк тизимининг молиявий барқарорлиги мустаҳкамланиб, молиявий воситачилик роли кенгайди ҳамда кўрсатилаётган банк хизматлари сифати янада ошди. Банк тизимининг молиявий барқарорлиги ва ривожланиши Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2011 йил 7 январдаги ПҚ-1464-сонли Қарори билан тасдиқланган индикаторлар тизимига асосан таҳлил қилинганда, банк тизимининг барча кўрсаткичлари «юқори даражада»ги индикатор баҳоларига мувофиқ келмоқда. Жумладан, 2015 йил бўйича банк тизимида капиталнинг етарлилик даражаси 24,3 фоизни ташкил этди. Бу эса, Банк назорати бўйича Базель кўмитаси томонидан белгиланган халқаро меъёрдан 3 баробар юқоридир¹. Президентимиз маърузларида “Ўтган йили банк тизimini ривожлантириш ва ислох этиш масаласи ҳам эътиборимиз марказида бўлди. Банкларнинг ресурс базаси кенгайиб, мустаҳкамланмоқда, улар томонидан кўрсатилаётган хизматлар сифати яхшиланмоқда” таъкидлаб ўтдилар².

Юқорида эришилган натижалар билан бирга Ўзбекистон Республикаси иқтисодиёти ривожланишининг замонавий босқичида Марказий банк монетар сиёсатининг самарадорлигини ошириш борасида сезиларли муаммоларнинг мавжудлиги кўзга ташланмоқда. Хусусан, ҳозирги кунга қадар республикаимиз тижорат банкларининг бир йилгача муддатга жалб қилинган депозитлари бўйича Марказий банкнинг мажбурий захира ставкалари табақалаштирилмаган ва бунинг натижасида тижорат банкларининг қисқа муддатли кредитлар бериш имконияти чекланиб қолмоқда. Бундан ташқари, тижорат банкларининг балансида

¹ www.cbu.uz маълумотлари асосида тайёрланди.

² Каримов И.А. Мамлакатимизни 2015 йилда ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш якунлари ва 2016 йилга мўлжалланган иқтисодий дастурнинг энг муҳим устувор йўналишлари. – 16.01.2016

юқори ликвидли қимматли қоғозлар миқдорининг камлиги сабабли Марказий банкнинг очик бозор операцияларини ривожлантириш имконияти чекланиб қолмоқда.

Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А.Каримов асарларида бюджет-молия ва пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш, банк-молия тизимининг барқарорлигини таъминлашнинг долзарб вазифа эканлигини алоҳида эътироф этдилар³.

Хулоса қилиб айтганда, республикамизда Марказий банкнинг монетар сиёсатини такомиллаштириш ва унинг иқтисодий ўсиш суръатларига таъсирини оширишга қаратилган илмий таклиф ва амалий тавсияларни ишлаб чиқишнинг зарурлиги танланган магистрлик диссертацияси мавзусининг долзарблигини белгилайди.

Тадқиқотнинг объекти.Тадқиқот объекти бўлиб, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ва тижорат банклар ҳисобланади.

Тадқиқотнинг предмети республикамизда монетар сиёсатни амалга ошириш жараёнида юзага келадиган молия муносабатларидир.

Тадқиқотнинг мақсади бўлиб, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг монетар сиёсатини такомиллаштириш ва унинг макроиқтисодий барқарор ўсиш суръатларини таъминлашдаги ролини оширишга қаратилган илмий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқиш ҳисобланади.

Тадқиқотнинг вазифалари:

- монетар сиёсатнинг асосий инструментларини назарий асосларини ўрганиб чиқиш;
- хорижий давлатлар марказий банкларининг монетар сиёсатни тажрибасини ўрганиш ва ундан Ўзбекистон амалиётида фойдаланиш юзасидан илмий-амалий тавсиялар ишлаб чиқиш;

³ Каримов И.А. Асосий вазифамиз – Ватанимиз тараққиёти ва халқимиз фаровонлигини янада юксалтиришдир. – Тошкент: Ўзбекистон, 2010. – С. 56.

– Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг монетар сиёсати билан боғлиқ бўлган муаммоларни аниқлаш;

– Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг монетар сиёсати асосий инструментларидан бири қайта молиялаш ставкасини пасайтирилишининг регрессион таҳлилини қилиш ва у асосида хулосаларни шакллантириш;

Тадқиқотнинг илмий янгилиги:

– Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг қайта молиялаш сиёсатининг самарадорлиги ошириш таклифи асослаб берилди;

– Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг захира тизимининг амал қилишини доимийлигини таъминлашнинг мақсадга мувофиқлиги асосланди;

– тижорат банкларининг ликвидлилиги таъминлашда Марказий банкнинг монетар сиёсатининг йўналишларидан фойдаланиш таклиф этилди;

– Марказий банкнинг асосий инструментларидан валюта сиёсатининг самарадорлигини ошириш таклифи асосланди;

- Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасининг пасайтирилиши натижасида унинг инвестиция ҳажмига, кредит қўйилмаларга ва ипотека кредитларига таъсирини эконометрик таҳлили ишлаб чиқилди;

–очик бозор сиёсатини такомиллаштириш йўналишлари асослаб берилди.

Тадқиқотнинг асосий масалалари ва фаразлари. Диссертация ишининг муҳим илмий натижаларини амалиётга татбиқ этиш республикамизда монетар сиёсат инструменти қайта молиялаш ставкасини пасайтирилиши инвестициялар ва кредитлар миқдорини ошириш имконини беради.

Тадқиқот мавзуси бўйича адабиётлар шарҳи. Монетар сиёсатни такомиллаштириш, унинг макроиқтисодий ривожланишни таъминлашдаги

ролини ошириш масалаларининг назарий асослари хорижлик иқтисодчи олимлар - А.Шварц, Ж.Кейнс, М.Фридмен⁴, И.Фишер, А.Улюкаев, Г.Кассел, Ж.Мид, Жан Матук, Ж.Флеминг, Л.Катао, Л.Красавина, М.Терронза, М.Пивоварова, М.Ершов, О.Лаврушин, П.Самуэльсон, Р.Манделл⁵, Р.Дорнбуш, Р.Маккиннон, С.Фишер, Ф.Махлуп⁶ каби хорижий олимларнинг илмий изланишларида тадқиқ этилган.

Монетар сиёсатни такомиллаштиришнинг айрим назарий ва амалий жиҳатлари Ш.Абдуллаева, Д.Ғозибеков, О.Олимжонов, О.Намозов, Т.Маликов, Ш.Шодмонов, Т.Бобакулов, Н.Жумаевлар, У Абдуллаевнинг илмий изланишларида ўз ифодасини топган.

Тадқиқотда қўлланилган методиканинг тавсифи: илмий абстракциялаш, индукция ва дедукция, қиёсий таҳлил, таркибий таҳлил, регрессион таҳлил усуллари.

Тадқиқот натижаларининг назарий ва амалий аҳамияти. Диссертацияда ишлаб чиқилган алоҳида илмий таклиф ва амалий тавсиялар Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг фаолиятида, монетар сиёсатни такомиллаштириш ва унинг иқтисодий ривожлантиришдаги ролини ошириш тадбирларини ишлаб чиқишда, фойдаланилиши мумкин.

Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми. Диссертация таркибан кириш, уч боб, хулоса ва фойдаланилган адабиётлар рўйхатидан иборат.

⁴ Фридмен М. Если бы деньги заговорили... . Пер. с англ. - Москва: Дело, 1999. – 160 с.

⁵ Mundell R.A. The monetary dynamics of international adjustment under fixed and flexible exchange rates // Quarterly Journal of Economics 74 (2). May 1960. P. 227-257.

⁶ Machlup F. International payments, debts, and gold. – London: George Allen & Unwin, 1966. P. 7-50.

I БОБ. МОНЕТАР СИЁСАТНИНГ НАЗАРИЙ АСОСЛАРИ ВА ИҚТИСОДИЁТНИ ТАРТИБГА СОЛИШДАГИ АҲАМИЯТИ

1.1. Монетар сиёсатни амалга оширишнинг замонавий инструментлари ва улардан фойдаланиш йўналишлари

Марказий банк пул-кредит сиёсатини амалга оширишда унинг анъанавий инструментларидан (қайта молиялаш сиёсати, мажбурий захира сиёсати, очик бозор сиёсати, валюта сиёсати ва депозит сиёсати) фойдаланиш амалиёти ҳал қилувчи ўрин тутди⁷. Нафақат ривожланган саноат мамлакатларида (катта еттилик давлатлари – АҚШ, Япония, ГФР, Франция, Буюк Британия, Италия ва Канада), балки ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида ҳам анъанавий монетар инструментлардан фойдаланиш пул-кредит сиёсатини амалга оширишнинг таянч воситалари вазифасини бажармоқда. Биз магистрлик диссертациясининг мазкур бобини ёзиш жараёнида анъанавий монетар воситаларнинг макроиқтисодий барқарорликни таъминлашдаги ўрни ва аҳамиятига баҳо берамиз.

Марказий банк қайта молиялаш сиёсати анъанавий монетар инструментларнинг турларидан бири ҳисобланади. Қайта молиялаш сиёсати Марказий банк томонидан тижорат банкларини кредитлаш билан боғлиқ бўлган тадбирларнинг мажмуи бўлиб, ушбу сиёсат қуйидаги уч хил кредитлаш усулидан фойдаланилган ҳолда амалга оширилади⁸:

а) тижорат банкларини Марказий банк томонидан уларнинг балансидаги тратталарни қайта ҳисобга олиш йўли билан кредитлаш усули;

б) тижорат банкларини Марказий банк томонидан уларнинг балансидаги қимматли қоғозларни гаровга олиш йўли билан кредитлаш усули;

⁷ Абдуллаев У.А. Марказий банкнинг монетар сиёсати ва унинг иқтисодий ўсиш суръатларига таъсири. иқт. фан. ном. Олиш учун ёзилган дисс. автореферати.-Тошкент, БМА. 2011.-21 б.

⁸ Белоглазова Г.Н. Деньги, кредит, банки: учебник.— Москва: Юрайт, 2006.-621с.

в) тижорат банкларини тўғридан - тўғри кредитлаш усули.

Мазкур усулда берилган кредитлар овердрафт шаклида ёки муддатли кредитлар шаклида берилади.

Ўзбекистон Республикаси хўжалик амалиётида миллий валютада эмиссия қилинган тратталар муомаласининг мавжуд эмаслиги мамлакатимиз Марказий банки дисконт сиёсатини шакллантириш имконини бермайди. Бу эса, ўз навбатида, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг қайта молиялаш ставкасининг муомаладаги пул массасига таъсир этиш даражасига ва шунинг асосида миллий валютанинг барқарорлигини таъминлашдаги аҳамиятини оширишга нисбатан кучли салбий таъсирни юзага келтиради.

Англия Марказий банкининг расмий баёнотида ҳисоб ставкасининг оширилиши инфляцияни жиловлаш мақсадида амалга оширилганлиги эътироф этилган⁹. Айрим ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида марказий банклар қайта молиялашнинг қатор инструментларидан фойдаланиш амалиётини йўлга қўйишга муваффақ бўлдилар. Масалан, Россия Федерацияси Марказий банки ломбард кредитлари бериш, овернайт, овердрафт, муддатли кредитлар бериш амалиётини жорий этишга муваффақ бўлди. Шуниси характерлики, Россия Марказий банки томонидан берилаётган ломбардли кредитлар нафақат юқори ликвидлилик хусусиятига эга бўлган ҳукумат ва Марказий банкнинг қимматли қоғозлари билан, балки юқори ишончга эга бўлган Россия компанияларининг қарз мажбуриятлари билан ҳам таъминланмоқда. Бунинг натижасида Россия Марказий банкининг ломбард кредитлари бериш имконияти янада ошмоқда¹⁰.

Мажбурий захира сиёсати Марказий банк пул-кредит сиёсатининг анъанавий инструментларидан бири ҳисобланади. Ушбу инструмент

⁹ Дерюгина Е., Пономаренко А. Монетарный индикатор инфляционных рисков: модель переключения режимов Вопросы экономики, № 9, Сентябрь 2013, С. 119-127.

¹⁰ Катаранова М. (2010). Связь между обменным курсом и инфляцией в России // Вопросы экономики. N 1. С. 44 - 62. [Kataranova M. (2010). Relationship between Exchange Rate and Inflation in Russia // Voprosy Ekonomiki. No 1. P. 44 - 62.]

дастлаб тижорат банкларининг кредит экспансиясини жиловлаш мақсадида АҚШ банк амалиётига жорий қилинган эди¹¹.

Ҳозирги даврга келиб мажбурий захира сиёсати муомаладаги пул массасини тартибга солишнинг, миллий банк тизимининг ликвидлилигига Марказий банк томонидан таъсир этишнинг муҳим, таъсирчан воситасига айланди.

Марказий банкнинг мажбурий захира сиёсати, фикримизча, қуйидаги уч функцияни бажаради¹²:

- тижорат банкларининг кредит экспансиясини жиловлаш;
- миллий банк тизимининг ликвидлилигига таъсир этиш;
- тижорат банки банкрот бўлган шароитда унинг мажбуриятлари юзасидан ҳисоблашиш.

Муомаладаги пул массасининг асосий қисми тижорат банкларининг кредит эмиссияси натижасида вужудга келади¹³. Шу сабабли, муомаладаги пул массасини тартибга солишда асосий эътибор тижорат банкларининг кредит экспансиясини жиловлашга қаратилади. Бу эса, ўз навбатида, Марказий банкнинг тижорат банклари кредит эмиссиясига бевосита ва тезкор тарзда таъсир қиладиган монетар инструментларга бўлган эҳтиёжини юзага келтиради. Мажбурий захира талабномаси, бошқа монетар инструментлардан фарқли ўларок, тижорат банкларининг кредитлаш салоҳиятига бевосита ва тезкор таъсир этиш хусусиятига эга. Шу сабабли, ривожланган саноат мамлакатларининг марказий банклари ҳам мазкур инструментдан фойдаланиш амалиётидан воз кечишмаган. Бунга мисол қилиб АҚШ ФЗТни, Европа Марказий банкни (ЕМБ) келтириш мумкин.

¹¹ Ponomarenko A., Vasilieva E., Schobert F. (2012). Feedback to the ECB's Monetary Analysis: The Bank of Russia's Experience with Some Key Tools // ECB Working Paper. No 1471.

¹² Oomes N., Ohnsorge F. (2005). Money Demand and Inflation in Dollarized Economies: The Case of Russia // Journal of Comparative Economics. Vol. 33, No 3. P. 462 - 483.

¹³ Graude P. de, Polan M. Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon? // Discussion Paper No 2841 / CEPR. 2001. June.

Шуниси характерлики, ўтиш иқтисодиёти мамлакатларининг кўпчилигида, хусусан, Ўзбекистон, Озарбайжон, Арманистон, Тожикистон каби мамлакатларда очик бозор сиёсати, қайта молиялаш сиёсати каби анъанавий монетар инструментлардан фойдаланиш механизми такомиллашмаганлиги сабабли мажбурий захира сиёсатидан асосий монетар инструмент сифатида фойдаланилади. Мазкур мамлакатларда мажбурий захира ставкалари бошқа мамлакатлардагига нисбатан сезиларли даражада юқоридир. Мажбурий захира сиёсати кам сонли давлатларда пул-кредит сиёсатининг инструменти сифатида қўлланилмайди. Бундай давлатлар сафига Канада, Япония, Буюк Британия, Швеция каби давлатларни киритиш мумкин. Шу билан бирга, еврозона мамлакатларида ҳам мажбурий захира сиёсатининг монетар инструмент сифатидаги аҳамиятининг пасаяётганлигини эътироф этиш мақсадга мувофиқдир. Чунончи, ЕМБ нинг мажбурий захира ставкаси барча турдаги депозитлар учун 2 % қилиб белгиланган¹⁴.

Марказий банк пул-кредит сиёсатининг инструментларидан фойдаланиш амалиёти такомиллашмаган мамлакатларда, хусусан, кўпчилик ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида мажбурий захира сиёсатидан Марказий банк пул-кредит сиёсатининг асосий инструментларидан бири сифатида фойдаланилмоқда¹⁵. Бунинг боиси шундаки, биринчидан, ўтиш иқтисодиёти мамлакатларининг кўпчилигида молия бозорлари ривожланмаган бўлиб, бу ҳолат марказий банкларнинг очик бозор сиёсатини, қайта молиялаш сиёсати ва валюта сиёсатини ривожлантиришга тўсқинлик қилади; иккинчидан, мажбурий захира сиёсати муомаладаги пул массасига бевосита ва тез таъсир қилиш хусусиятига эга; учинчидан, мажбурий захира талабларига тижорат банклари томонидан риоя этилаётганлиги устидан назорат қилиш осон. Бунинг сабаби шундаки, Марказий банк тижорат банкларининг баланс

¹⁴ European Central Bank Report 2006. –Fr/M., 2007. – P. 19.

¹⁵ Андрюшин С., Кузнецова В. Инструменты макропруденциальной политики центральных банков// Вопросы экономики, № 8, Август 2012, С. 32-47

маълумотларини доимий тарзда олиб туриш амалиётига эга. Масалан, Ўзбекистон Республикасида Марказий банкнинг тижорат банкларини лицензиялаш ва улар фаолиятини тартибга солиш билан шуғулланадиган департаменти ходимлари тижорат банкларининг баланс маълумотларини доимий ва тезкор тарзда олишади ва ушбу маълумотлар асосида тижорат банкларини фаолияти устидан назоратни амалга оширишади.

Марказий банкнинг очик бозор сиёсати деганда, одатда, Марказий банк томонидан қимматли қоғозлар бозорида қимматли қоғозларни сотиб олиниши ёки сотилиши тушунилади.

Марказий банкларнинг очик бозор операцияларида олди-сотди объекти сифатида, асосан, қуйидаги қимматли қоғозлардан фойдаланилади: хазина векселлари; ҳукуматнинг облигациялари; ҳукуматнинг ўрта ва узоқ муддатли хазина мажбуриятлари; корпоратив облигациялар; тижорат банкларининг депозит сертификатлари; корхоналарнинг тижорат векселлари.

Мазкур қимматли қоғозларнинг бир қисми пул бозорига тегишли бўлса, иккинчи қисми капиталлар бозорига тегишлидир. Масалан, хазина векселлари пул бозорининг инструменти ҳисобланади, корпоратив облигациялар эса, капиталлар бозорига тегишлидир.

Бир қатор ривожланган саноат давлатларида, масалан, АҚШ, ГФР, Буюк Британия ва Францияда Марказий банкнинг қимматли қоғозни бевосита эмитентнинг ўзидан сотиб олиши очик бозор операцияси ҳисобланмайди, балки кредит операцияси ҳисобланади¹⁶. Масалан, ҳукуматнинг қимматли қоғозларини бевосита ҳукуматнинг ўзидан сотиб олиш Давлат бюджети харажатларини Марказий банк томонидан кредитланиши ҳисобланади. Шунингдек, ҳукуматнинг қимматли қоғозларининг курсини сақлаш мақсадида амалга ошириладиган жорий операциялар ҳам очик бозор операциялари ҳисобланмайди.

¹⁶ Шмелев В. В. Монетарные аспекты мирового кризиса //Банковское дело, № 7, Июль 2013, С. 42-46.

Марказий банк одатда очик бозор сиёсатини амалга ошириш йўли билан миллий банк тизимининг захираларига икки усул билан таъсир қилади:

1. Агар Марказий банк тижорат банкларининг ликвидлилигини оширишни ва миллий валютадаги пулларнинг таклифини оширишни мақсад қилиб олган бўлса, у ҳолда, Марказий банк бозорда қимматли қоғозларни сотиб олувчи бўлиб иштирок этади. Бунда Марказий банк қимматли қоғозларга қатъий белгиланган курс ўрнатиши ва курс шу белгиланган даражага етиши билан таклиф қилинган барча қимматли қоғозларни сотиб олиш йўлидан фойдаланиши мумкин. Ёки Марказий банк таклиф этилган пайтдаги курснинг қандай бўлишидан қатъий назар, маълум турдаги қимматли қоғозларни сотиш олиш миқдорини белгилаши мумкин.

2. Агар Марказий банк миллий банк тизимидаги ортиқча ликвидлиликни камайтиришни мақсад қилиб олган бўлса, у ҳолда, Марказий банк қимматли қоғозлар бозорида сотувчи бўлиб иштирок этади. Бунда ҳам Марказий банк икки имкониятга эга бўлади:

– Марказий банк маълум курсни эълон қилиши ва қимматли қоғозларнинг курси эълон қилинган даражага етиши билан исталган миқдордаги қимматли қоғозни сотиш мажбуриятини олиши мумкин;

– Марказий банк қўшимча тарзда маълум миқдордаги қимматли қоғозни сотиш мажбуриятини олиши мумкин. Бунинг натижасида давлатнинг қимматли қоғозларидан ва бошқа юқори ликвидли қимматли қоғозлардан келадиган даромадларнинг миқдори ошади ва шунинг асосида уларнинг инвестицион жозибадорлиги ошади. Пировард натижада, тижорат банклари ва бошқа кредит институтларининг мазкур қимматли қоғозларга бўлган қизиқиши кучаяди ва уларнинг кредитлаш салоҳияти пасаяди. Бу эса, ўз навбатида, кредитларнинг фоиз ставкаларининг ошишига олиб келади. Агарда фоиз ставкаларининг шу тахлитда ўсиши

Марказий банкни қониқтирмаса, у яна қимматли қоғозларни сотиб олиши мумкин. Бундай ҳолатни бир қатор ривожланган саноат мамлакатлари марказий банкларининг фаолиятида кузатиш мумкин. Шуниси характерлики, кўпчилик ривожланган саноат мамлакатларида маълум турдаги қимматли қоғозларга нисбатан курсни белгилаб қўйиш сиёсати қўлланилади. Мазкур усулнинг моҳияти шундаки, Марказий банк, қисқа муддатли қарз мажбуриятлари билан операцияларни амалга ошираётганида, минимал ставкани кўрсатади. Шундан кейин тижорат банклари, уларнинг кредитга бўлган талаблари қондирилган шароитда, тўлашга рози бўлган ставкани кўрсатиб ариза берадилар. Марказий банк тушган аризалар асосида ўзининг ҳисоб ставкасини аниқлайди. Бунда юқори фоиз ставкалари таклиф қилган кредит институтлари катта миқдорда кредит ресурслари оладилар.

Очиқ бозор операцияларининг эътиборга молик жиҳатларидан бири шундаки, халқаро банк амалиётида Марказий банк билан тижорат банклари ўртасида курсни белгилаш борасидаги шартномани имзолашда қўйидаги икки хил стандарт мавжуд:

1. Фоиз ставкалари барча тижорат банклари учун ягона ставкада белгиланади. Ушбу стандарт «кредитларни тақсимлашнинг голландча усули» деб аталади.

2. Фоиз ставкалари ҳар бир тижорат банкига нисбатан алоҳида ўрнатилади. Ушбу стандарт «америкача стандарт» деб аталади.

Марказий банкнинг очиқ бозор сиёсати орқали тижорат банклари томонидан депозитларга тўланадиган ва кредитлардан олинадиган фоиз ставкаларига таъсир кўрсатиш мумкин. Мазкур таъсир механизми қўйидаги кўринишга эга: Марказий банк иқтисодиётнинг нобанк секторидаги хўжалик юритувчи субъектлар билан очиқ бозор операцияларини амалга оширганида пул бозорини тартибга солиш мақсадини кўзламайди. Демак, Марказий банк томонидан сотиб олинувчи

қимматли қоғозлар таркибига кирмайдиган қимматли қоғозларнинг сотилиши ҳам банк тизимининг ликвидлилигини камайтиради. Бундан ташқари, Марказий банк, нобанк секторидаги хўжалик юритувчи субъектларга қимматли қоғозларни сотишда юқори фоизлар белгилаш йўли билан, тижорат банкларининг депозитларга тўлайдиган фоиз ставкаларига фаол тарзда таъсир кўрсатиши мумкин.

Ривожланган давлатлар марказий банкларининг тажрибаси шуни кўрсатадики, Марказий банкнинг очик бозор сиёсати унинг қайта молиялаш сиёсати ва мажбурий захира сиёсати билан мувофиқлаштирилган тарзда олиб борилгандагина кутилган самарани беради. Бу фикримизнинг далили сифатида АҚШ Федерал Захира Тизими (ФЗТ) томонидан амалга оширилаётган очик бозор операцияларини келтириш мумкин¹⁷.

АҚШ ФЗТнинг очик бозор сиёсати «дисконт ойнаси» орқали кредитлаш операциялари ва мажбурий захира талабномалари билан мувофиқлаштирилган тарзда олиб борилади. Уччала сиёсат доирасидаги операцияларни мувофиқлаштириш Бошқарувчилар Кенгаши ва Очик бозордаги операциялар бўйича қўмита (Қўмита) томонидан амалга оширилади.

Қўмита ўзининг ҳар бир мажлисидан кейин Нью-Йоркдаги Федерал захира банкига (ФЗБ) кейинги мажлисга қадар очик бозор операцияларини амалга ошириш тўғрисида кўрсатма беради. Қўмита Нью-Йоркдаги ФЗБни очик бозор операцияларини амалга ошириш бўйича агент сифатида танлаган. Шунинг учун ФЗБ нинг юқори лавозимдаги мансабдор шахсларидан бири ички бозорда амалга ошириладиган очик бозор операцияларини бошқаради.

ФЗТ очик бозор операциялари доирасида қимматли қоғозларни сотиб олганда ўзига нисбатан чекни ёзиш йўли билан тўловни амалга оширади.

¹⁷ Восканян М. А. Институциональные аспекты монетарной политики: иллюзия или необходимость? //Банковское дело, № 4, Апрель 2014, С. 43-48.

Сотувчининг банки чекни олиши билан уни ФЗТ га тўловни амалга ошириш учун узатади. ФЗТ сотувчининг банкини ФЗБ даги захира ҳисобрақамининг қолдиғини кўпайтириш йўли билан чекни акцептлайди. Шуниси характерлики, қимматли қоғозни сотувчининг банкини ҳисобрақами қолдиғининг ўсиши бошқа банкдаги захиранинг камайишига олиб келмайди. Демак, Марказий банк қимматли қоғозларни сотиб олса миллий банк тизими захираларининг умумий миқдори ошади. Бу эса, Марказий банк очик бозор сиёсатининг муҳим хусусияти ҳисобланади.

ФЗТ очик бозор сиёсати доирасида қимматли қоғозни сотса, бунинг натижасида сотиб олувчининг банкини ФЗБ даги захира ҳисобрақамининг қолдиғи камаяди. Ушбу камайиш бошқа банкнинг ФЗБ даги захира ҳисобрақами қолдиғининг кўпайишига олиб келмайди. Демак, ФЗТ қимматли қоғозларни сотса миллий банк тизими захираларининг умумий миқдори камаяди.

Марказий банкнинг очик бозор операциялари миллий банк тизими захираларининг миқдorigа бевосита таъсир қилиш йўли билан пуллар таклифига ва тижорат банкларининг кредит эмиссияси ҳажмига ҳам кучли таъсир кўрсатади.

Марказий банкнинг валюта сиёсати унинг анъанавий пул-кредит инструментларидан бири ҳисобланади. Шу сабабли, валюта сиёсатининг пировард мақсади миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш ҳисобланади. Марказий банкнинг валюта сиёсати доирасида амалга ошириладиган валюта операцияларининг уч асосий тури халқаро банк амалиётида кенг қўлланилмоқда. Улар қуйидаги операциялардан иборатдир:

1. Валюта интервенциясини амалга ошириш мақсадида ўтказиладиган операциялар.

Валюта интервенцияси доирасида амалга ошириладиган валюта операциялари хорижий валютани миллий валютага сотиб олиш ва сотиш

операцияларидан иборатдир. Республикамизда интервенция воситаси сифатида ишлатилаётган базавий валюта АҚШ доллари бўлганлиги сабабли, шу мақсадда амалга оширилаётган операциялар АҚШ долларини сотиб олиш ва сотиш операцияларидан иборатдир.

Одатда, марказий банклар валюта интервенциясининг самарадорлигини таъминлаш мақсадида интервенция фондидан сотилган хорижий валютадаги маблағларнинг миқдорини ва интервенция ҳисоббарқамининг қолдиғини сир тутадилар. Бунинг сабаби шундаки, валюта интервенциясининг самарадорлиги деганда унинг воситасида миллий валютанинг хорижий валютага нисбатан алмашув курсининг фавқулодда ва кескин тебранишига барҳам берилиши ҳисобланади. Агар хўжалик юритувчи субъектлар Марказий банк томонидан хорижий валютани сотиш ҳажмининг ўсиб бориши шароитида миллий валютанинг қадрсизланиши давом этаётганлигини сезиб қолсалар, бу ҳолат валюта бозорида руҳий ваҳима ҳолатини юзага келтиради ва бунинг натижасида хорижий валютага бўлган талаб кескин ортиши мумкин. Валюта интервенциясини амалга оширишнинг муҳим зарурий шартларидан бири Марказий банкнинг етарли даражада олтин-валюта захираларига эга бўлиши ҳисобланади. Бу ерда етарли даражада дейилганда Марказий банкнинг олтин-валюта захираларининг миллий валютанинг фавқулодда кескин тебранишига барҳам беришга етадиган даражадаги миқдори назарда тутилмоқда. Ушбу зарурий шартни бажариш имконияти ҳозирги даврда Ўзбекистон Республикаси Марказий банкида мавжуд. Валюта интервенциясини амалга оширишнинг иккинчи шarti бўлиб, Марказий банкнинг миллий валютанинг алмашув курсини хорижий валютага нисбатан маълум нисбатда сақлаб туриш мажбуриятининг мавжудлиги ҳисобланади. Бошқача қилиб айтганда, миллий валюта белгиланган курс режими ёки бошқариладиган сузиш режимига эга бўлиши лозим. Лекин шундай парадоксал ҳолат ҳам мавжудки, унга кўра, Марказий банк етарли

олтин-валюта захираларига эга бўлмаса, у ҳолда, унинг эркин сузиш режимиға ўтишдан бошқа иложи қолмайди.

2. Ҳукуматнинг ташқи қарзини тўлаш бўйича Марказий банк томонидан амалға ошириладиган валюта операциялари.

Маълумки, ривожланган саноат мамлакатларида, хусусан, АҚШ, ГФР, Францияда ҳукумат хорижий валюталарда захираларға эга эмас, чунки бу мамлакатларда давлатға тегишли барча олтин-валюта захиралари Марказий банкнинг балансига қонуний асосда ўтказилган. Бундай шароитда ҳукуматнинг ташқи қарзи Марказий банкнинг балансидаги олтин-валюта захиралари ҳисобидан тўланади. Тўлов амалға оширилгандан сўнг, Марказий банк, хорижий валютада тўланган маблағнинг миллий валютадаги эквивалентини ҳукуматнинг жорий ҳисобрақамидан чегириб олади. Ҳукуматнинг ташқи қарзига хизмат кўрсатишнинг мазкур шакли ҳукуматнинг ташқи қарз ботқоғига ботиб қолишдан сақлайди. Чунки Марказий банк ҳукуматнинг тўланиши лозим бўлган ташқи қарзининг миллий валютадаги эквиваленти мавжуд бўлмаган шароитда тўлов топшириқномасини қабул қилмайди. Шу ўринда таъкидлаш жоизки, ҳукуматнинг ташқи қарзига хизмат кўрсатишнинг мазкур тартибидан фойдаланишда Марказий банкнинг иқтисодий ва сиёсий жиҳатдан мустақиллигининг таъминланганлиги муҳим рол ўйнайди. Чунки Марказий банкнинг мустақиллиги тўлиқ таъминланган шароитдагина унинг Президенти ҳукуматнинг ташқи қарзини қонуний тўланишини талаб қила олади. Акс ҳолда, Ҳукумат Марказий банкни ташқи қарзни тўлашға мажбур қилади. Бундай шароитда ҳукумат Марказий банкнинг кредитларидан ташқи қарзни тўлашда манба сифатида фойдаланиши мумкин.

3. Марказий банкнинг балансидаги олтин-валюта захираларини бошқариш операциялари.

Халқаро банк амалиёти тажрибаларини ўрганиш натижалари шуни кўрсатадики, ҳозирги даврда, Марказий банк ўзининг балансидаги олтин валюта захираларини бошқаришда асосан қуйидаги усуллардан фойдаланади:

- валюта захираларини диверсификация қилиш усули;
- валютавий своп операцияларидан фойдаланиш;
- Голд своп операцияларидан фойдаланиш;
- очиқ валюта позицияларини қискартириш.

Валюта захираларини диверсификация қилиш деганда тарихан бир вақтнинг ўзида бир нечта етакчи ва барқарор валюталарда захиралар ташкил қилиш тушунилади. Шунингдек, валюта захираларининг таркибини нобарқарор валюталарни сотиш ва уларнинг ўрнига барқарор валюталарни сотиб олиш йўли билан янгилаш операциялари ҳам валюта захираларини диверсификация қилиш дейилади. Фикримизча, бу эътироф мантиқан асослидир. Чунки валюта захираларининг таркибини олди-сотди операциялари орқали янгилаш валюта захираларининг диверсификация даражасининг сифатини оширади ва валюта захираларининг рискка учраш хавфини пасайтиришга хизмат қилади.

Хулоса қилиб айтганда, биринчидан, монетар сиёсат инструментларининг ҳар бири ўзига хос хусусиятларга эга бўлиб, улардан комплекс тарзда фойдаланиш иқтисодиётнинг пул маблағлари билан таъминланганлик даражасини ошириш, инфляцияни жиловлаш ва миллий банк тизимининг барқарорлигини таъминлаш имконини беради. Иккинчидан, ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида монетар инструментлардан фойдаланиш механизмнинг такомиллашмаганлиги монетар сиёсатнинг самарадорлигига салбий таъсир кўрсатмоқда.

1.2. Жаҳон амалиётида монетар сиёсатни олиб боришни стратегик ва амалга оширишнинг тактик жиҳатлари

Жаҳон молиявий иқтисодий инқирозидан кейин банк тизимида олиб борилаётган иқтисодий ислохотлар мамлакат макроиқтисодий кўрсаткичларини ўсишини таъминлашга хизмат қилмоқда. Жумладан, 2015 йилда монетар сиёсат «Монетар сиёсатнинг 2015 йилга мўлжалланган асосий йўналишлари» асосида амалга оширилиб, Ўзбекистон Республикаси Президенти томонидан республика Ҳукуматининг 2015 йил 17 январдаги мажлисида белгилаб берилган 2015 йилги иқтисодий дастурнинг энг муҳим устувор вазифалари, хусусан, белгиланган макроиқтисодий кўрсаткичларнинг сўзсиз бажарилишини таъминлашга қаратилди¹⁸. Пул-кредит соҳасида ялпи ички маҳсулотнинг ўсиш суръатларига мувофиқ иқтисодиётнинг ошиб бораётган пулга бўлган талабини тўлиқ қондириш ва банк тизими ликвидлигини мақбул даражада сақлаб туриш орқали инфляция даражасини белгиланган прогноз кўрсаткичидан оширмаслик мақсадларига қаратилган чора-тадбирлар амалга оширилди. Ушбу чора-тадбирларни амалга оширишда Марказий банк ўз тасарруфидаги пул-кредит сиёсати инструментларидан фойдаланди. Ўз навбатида, Марказий банк томонидан амалга оширилган пул бозоридаги операциялари муомаладаги пул массасини бошқариш, банк тизими ликвидлигини тартибга солиш ва фоиз ставкалари барқарорлигини таъминлашга қаратилди.

Марказий банк пул-кредит сиёсатининг инструментларидан фойдаланиш амалиёти такомиллашмаган мамлакатларда, хусусан, кўпчилик ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида мажбурий захира сиёсатидан Марказий банк пул-кредит сиёсатининг асосий инструментларидан бири сифатида фойдаланилмоқда. Бунинг боиси шундаки, биринчидан, ўтиш

¹⁸ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида тайёрланди.

иқтисодиёти мамлакатларининг кўпчилигида молия бозорлари ривожланмаган бўлиб, бу ҳолат марказий банкларнинг очик бозор сиёсатини, қайта молиялаш сиёсати ва валюта сиёсатини ривожлантиришга тўсқинлик қилади; иккинчидан, мажбурий захира сиёсати муомаладаги пул массасига бевосита ва тез таъсир қилиш хусусиятига эга; учинчидан, мажбурий захира талабларига тижорат банклари томонидан риоя этилаётганлиги устидан назорат қилиш осон. Бунинг сабаби шундаки, Марказий банк тижорат банкларининг баланс маълумотларини доимий тарзда олиб туриш амалиётига эга. Масалан, Ўзбекистон Республикасида Марказий банкнинг тижорат банкларини лицензиялаш ва улар фаолиятини тартибга солиш билан шуғулланадиган департаменти ходимлари тижорат банкларининг баланс маълумотларини доимий ва тезкор тарзда олишади ва ушбу маълумотлар асосида тижорат банкларини фаолияти устидан назоратни амалга оширишади. Юқорида келтирилган турли тадбирлар мамлакат иқтисодиётини макроиқтисодий кўрсаткичларини сақлаб туриш ёки молиявий барқарорликни сақлашга қаратилади¹⁹. Ривожланаётган давлатларда монетар сиёсат бўйича амалга оширилаётган ислохотлар макроиқтисодий барқарорликни сақлашга, банк тизимини ривожлантиришга, тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни кўпайтиришга ва иқтисодий ўсиш барқарорлигини сақлашга қаратилмоқда²⁰. Юқоридаги фикрларни умумлаштирадиган бўлсак, айрим экспертлар мамлакат монетар сиёсатини бошқаришда ва баҳолашда пул-кредит сиёсатини мустақиллигини таъминлаш зарур деб ҳисоблайдилар. Уларни фикрича ҳозирги кунда Марказий банкларнинг мустақиллик даражасини баҳоловчи турли индекслар ва усуллар мавжуд бўлиб, улардан энг муҳими сифатида А. Цукерман индексини таклиф этадилар²¹. Айрим

¹⁹ Андрюшин С., Кузнецова В. Монетарные инструменты регулирования притока иностранного капитала// Вопросы экономики, № 6, Июнь 2013, С. 45-58.

²⁰ Радое Жугич. Некоторые аспекты реформы монетарной политики Черногории// Деньги и кредит, № 6, Июнь 2012, С. 24-27.

²¹ Восканян М. А. Институциональные аспекты монетарной политики: иллюзия или необходимость? //Банковское дело, № 4, Апрель 2012, С. 43-48.

давлатларда монетар сиёсатни инструменти сифатида “ўзгалар” пулидан фойдаланишни маъқул кўрмоқдалар. Масалан, Греция давлатини мисол сифатида келтириш мумкин. “Ўзгалар” пулидан фойдаланиш мамлакатда инфляция даражасини ошишига (голландча касалликни келтириб чиқаришига) ва иқтисодий инқирозни авж олишига олиб келиши мумкин. Шунинг учун ҳозирги кунда валюта мустақиллигига эришиш учун кураш авж олмакда²². Жаҳонда юз бераётган чуқур глобализация жараёнининг ривожланиб бориши натижасида турли давлатларда монетар сиёсатни аниқ эконометрик модели яратилмаётганлиги, Марказий банкларга ушбу сиёсатни олиб боришда экспертлар томонидан макроиқтисодий бошқарувни яъни бозорда рақобатни ривожлантириш, молиявий активларга баҳо сиёсатини қайта кўриб чиқиш ва макромолиявий барқарорликни таъминлаш сиёсатини олиб боришни таклиф этмоқдалар²³. Р. Харрод фикрича актив монетар сиёсатни олиб боришда асосий эътиборни инвестиция ва жамғармаларга, ташқи савдо ва халқаро капитал ҳаракатига қаратиш зарур деб ҳисоблайди²⁴. Айрим давлатларда монетар сиёсатни тўғри олиб боришда мамлакатдаги пул массасини ўрни муҳим эканлиги таъкидланади. Инфляция даражасини бир меъёрга бўлишига қарамасдан (Европа Марказий банки ва Швейцария миллий банки) улар асосий эътиборни пул агрегатларни мониторингига қаратмоқдалар²⁵. Жаҳон амалиётидан маълумки пул массаси ва инфляция ўртасидаги ўзаро боғлиқлик монетар ва баҳо индикатори ўртасидаги боғлиқликни тўлиқ очиб бермайди²⁶. Монетар сиёсат ва баҳо индикатори ўртасидаги боғлиқликни очиб беришда узоқ муддатли вақт қатори зарур бўлади. Аммо

²² Шмелев В. В. Монетарные аспекты мирового кризиса// Банковское дело, № 7, Июль 2013, С. 42-46.

²³ Андрушин С., Кузнецова В. Инструменты макропруденциальной политики центральных банков// Вопросы экономики, № 8, Август 2012, С. 32-47.

²⁴ Харрод Р. Ф. К теории экономической динамики. М.: Изд-во иностранной литературы, 1959; Харрод Р. Теория экономической динамики. М.: Центральный экономико-математический институт, 2008.

²⁵ Поршаков А., Пономаренко А. Проблемы идентификации и моделирования взаимосвязи монетарного фактора и инфляции в российской экономике Вопросы экономики, № 7, Июль 2008, С. 61-76.

²⁶ Papademos L. D., Stark J. (eds.) (2010). Enhancing Monetary Analysis. Frankfurt-am-Main: ECB.

ушбу ҳолатда олинадиган моделнинг натижалари қийинчилик туғдиради²⁷. Хулоса қилиб айтадиган бўлсак, глобализация жараёнларининг чуқурлашуви Марказий банкларнинг монетар сиёсатни тўғри ташкил этиш заруриятини келтириб чиқармоқда. Бу эса мамлакат иқтисодиётини барқарорлигини таъминлашга муҳим омил бўлмоқда.

Монетар сиёсатнинг стратегик мақсади сифатида иқтисодий адабиётларда миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш ва мамлакатда баҳолар барқарорлигини таъминлаш эътироф этилади. Хусусан, О.Наумченконинг “Роль Центрального банка в денежно-кредитное регулирование экономики” номли монографиясида, Ж.Матукнинг “Финансовая система Франции” номли илмий ишида миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш ва мамлакатда баҳолар барқарорлигини таъминлаш монетар сиёсатнинг стратегик мақсади эканлиги қайд этилган. Бундан ташқари, Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисидаги қонунда ҳам Марказий банк монетар сиёсатининг стратегик мақсади миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш эканлиги эътироф этилган.

АҚШ ФЗТ тўғрисидаги қонунда ҳам миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш ва баҳолар барқарорлигини сақлаб туриш монетар сиёсатнинг стратегик мақсади эканлиги ўз ифодасини топган.

Демак, ривожланган мамлакатларда ҳам, ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида ҳам монетар сиёсатнинг стратегик мақсади сифатида миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш ва мамлакатда баҳолар барқарорлигини сақлаб туриш ҳисобланади. Бу эса, монетар сиёсатнинг стратегик мақсади хусусида мунозарали ҳолатларнинг мавжуд эмаслигидан далолат беради. Монетар сиёсатнинг стратегик мақсади хусусида мунозарали ҳолатлар мавжуд бўлмасада, унинг тактик мақсадларидан фойдаланиш хусусида бир-биридан кескин фарқланувчи

²⁷ Ponomarenko A., Vasilieva E., Schobert F. (2012). Feedback to the ECB's Monetary Analysis: The Bank of Russia's Experience with Some Key Tools // ECB Working Paper. No 1471.

мунозарали қарашлар мавжуд. Биз қуйида ана шу тактик мақсадлар ҳақида фикр юритамиз.

Ҳозирги вақтда пул-кредит сиёсатининг тактик мақсадлари сифатида пул массаси ўсишининг барқарорлигини таъминлаш, миллий валютанинг алмашув курси, инфляциянинг мақсадли кўрсаткичларидан фойдаланилмоқда²⁸. Дунёнинг 92 мамлакатада валюта курсидан, 32 мамлакатада пул массасининг ўсиш кўрсаткичидан, 24 мамлакатада инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан пул-кредит сиёсатининг тактик мақсади сифатида фойдаланилган²⁹.

Дунёнинг кўпчилик мамлакатларида валюта курсидан монетар сиёсатнинг тактик мақсади сифатида фойдаланилаётганлигининг сабаби шундаки, уларда миллий валюта алмашув курсининг кескин пасайиб кетишидан кучли хавотирланиш мавжуд. Шунинг учун ҳам мазкур мамлакатларнинг ҳукуматлари ва марказий банклари валюта курсини тартибга солиш сиёсатини олиб борадилар ёки гарчи миллий валюта қонунчилигида эркин сузиш режими акс эттирилган бўлсада, валюта интервенцияси орқали миллий валютанинг алмашув курсига таъсир этиш сиёсати давом эттирилади. Лекин, қайд этиш жоизки, бу гуруҳдаги мамлакатларнинг асосий қисми миллий валютанинг алмашув курсидан монетар сиёсатининг тактик мақсади сифатида фойдаланаётганликларини расман эътироф этмайдилар. Мамлакат ҳукумати томонидан ХВФ нинг жорий операциялар бўйича валютавий чеклашларни олиб ташлаш тўғрисидаги талабларининг қабул қилиниши миллий валютанинг номинал алмашув курсидан монетар тактик мақсад сифатида фойдаланишни сезиларли даражада қийинлаштириб қўяди. Чунки бундай шароитда ҳукумат жорий валюта операциялари бўйича чекловларни ва чеклов мазмунига эга бўлган тартибга солиш чораларини қўллай олмайди.

²⁸ Абдуллаев У.А. Марказий банкнинг монетар сиёсати ва унинг иктисодий ўсиш суръатларига таъсири. иқт. фан. ном. Олиш учун ёзилган дисс. автореферати.-Тошкент, БМА. 2011.-21 б.

²⁹ International Monetary Fund. [http: www.imf.org/external/ 2012/eng/1205.htm](http://www.imf.org/external/2012/eng/1205.htm).

Замонавий монетаризм назариясининг асосчиси М. Фридмен ва унинг издошлари пул массасини пул-кредит сиёсатининг асосий тактик мақсади деб ҳисоблайдилар. Уларнинг фикрига кўра, пулларга бўлган талаб функцияси ва харажатлар функцияси барқарордир, бунда биринчи функция иккинчисига қараганда анча барқарор ҳисобланади, шу сабабли, пул массасини монетар сиёсатнинг тактик мақсади сифатида қабул қилишни энг мақбул йўл, деб ҳисоблайдилар. Монетарчилар узоқ йиллар мобайнида мавжуд пул-кредит институтларининг фаолиятини тубдан қайта ислоҳ қилишни таклиф қилиб келдилар. Улар, мазкур институтлар иқтисодий тартибга солишнинг кейнсча вазифаларини бажаришга одатланиб қолдилар, деб ҳисобланадилар. Монетарчилар ҳукуматнинг эмиссия соҳасига аралашувини имконият қадар минималлаштиришга ҳаракат қилдилар. Бу эса, ҳукуматнинг аралашувига ва, аввало, ҳукумат органлари томонидан эмиссия механизмидан бюджет камомадини молиялаштириш мақсадларида фойдаланишга қатъий чегара ўрнатувчи пул қондасини ишлаб чиқишни зарур қилиб қўйди.

М. Фридмен ўзининг эмпирик тажрибаларига асосланиб, Марказий банк пул массасининг барқарор ўсишини таъминлаши керак, деган хулосага келди. Бу қатъий белгиланган қоидага асосан амалга оширилиши ва аниқ миқдорга эга бўлиши керак эди³⁰.

Давлат томонидан эмиссия механизмидан фойдаланишга чеклашлар жорий қилиш ва умуман, пул массасининг ўсишини маълум қоидалар асосида амалга ошириш ғояси бошқа иқтисодчилар томонидан ҳам илгари сурилган. АҚШ, Япония ва Франциянинг муомаладаги пул массасининг ўсиш суръатини чеклаш бўйича олиб борилган пул-кредит сиёсатини ўтказиш натижалари шуни кўрсатдики, мазкур тадбир, пировард натижада, ишлаб чиқариш суръатларининг пасайишига, товарлар ва хизматлар таклифининг қисқаришига олиб келади, аммо баҳолар барқарорлигига

³⁰ Fischer B., Lenza M., Pill H., Reichlin L. Money and monetary policy: The ECB experience 1999 - 2006 / Paper presented at the 4th ECB central banking conference, 9&10 November 2006 in Frankfurt.

эришилади³¹. Монетар сиёсатнинг тактик мақсадларини танлаш шарт-шароитларидан яна бири давлат бюджети дефицитининг даражаси ва ўзгаришидир³². Бюджет дефицитининг ўсиши фоиз меъёрининг ошишига олиб келади. Бу эса, ўз навбатида, баҳолар даражасининг ўсишига олиб келади. Нисбатан юқори фоиз меъёри инвестициялар даражасини пасайтиради, бу эса, ўз навбатида, ишлаб чиқариш реал ҳажмининг табиий даражаси ўсишини секинлаштиради. Бундай шароитда, масалан, пул массаси ўсишининг белгиланган даражасини сақлаб туриш шунга олиб келадик, бунда баҳолар даражасини ўсиши давом этаверади ва узоқ муддатли вақт оралиқларида унинг ўсиш суръатлари пул массасининг ўсиш суръати билан ишлаб чиқариш реал ҳажми табиий даражасининг ўсиши ўртасидаги фарқ сифатида аниқланади. Марказий банк давлат бюджети дефицитининг ўсиши натижасида инфляция жараёнларини кучайишига йўл қўймаслик мақсадида қулай йўлни, яъни индикатор сифатида баҳолар даражасининг барқарор ўсиши кўрсаткичидан фойдаланиши мумкин. Бундай шароитда бюджет дефицитини ўсиши оқибатларига қарши курашнинг ягона йўли муомаладаги пул массасини бир вақтнинг ўзида қисқартириш ҳисобланади. Мазкур тадбир бюджет дефицити билан боғлиқ пулнинг айланиш тезлигини ўсишини қоплайди. Ана шундагина давлат бюджети дефицитининг номинал миллий даромадга нисбатан таъсирига бутунлай барҳам берилади. Бунинг натижасида ишлаб чиқаришнинг реал ҳажми ҳам, баҳолар даражаси ҳам қисқа муддатли даврий оралиқларда ўсмайди. Макроиктисодий кўрсаткичларнинг амалдаги ҳолати ва динамикасига хос бўлган тенденцияларни ҳисобга олиш монетар сиёсатнинг тактик мақсадини танлашда муҳим рол ўйнайди. Чунончи, инфляция ва инфляцион манбалар жиловланган иқтисодиёт

³¹ Gerlach S., Svensson L. Money and inflation in the euro-area: A case for monetary indicators? // Journal of Monetary Economics. 2003. Vol. 50, No 8. P. 1649 - 1672.

³² Абдуллаев У.А. Марказий банкнинг монетар сиёсати ва унинг иқтисодий ўсиш суръатларига таъсири. иқт. фан. ном. Олиш учун ёзилган дисс. автореферати.-Тошкент, БМА. 2011.-21 б.

шароитида инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан тактик мақсад сифатида фойдаланиш мақсадга мувофиқ эмас.

ХВФ экспертларининг фикрига кўра³³, инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан монетар сиёсатнинг тактик мақсади сифатида фойдаланиш учун иккита шароит мавжуд бўлиши лозим. Биринчидан, Марказий банк мустақил пул-кредит сиёсатини амалга ошириш имкониятига эга бўлиши лозим. Марказий банк ҳукумат мақбул деб ҳисоблаган инфляция даражасига эришиш учун инструментларни эркин танлаш ҳуқуқига эга бўлиши лозим. Мамлакатда бюджет-солиқ сиёсатининг талаблари пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқишда устувор йўналишлар сифатида инобатга олинмаслиги лозим. Бошқача қилиб айтганда, мамлакатда «бюджет гегемонлиги» тушунчаси мавжуд бўлмаслиги лозим. Иккинчидан, инфляциянинг мақсадли кўрсаткичи тактик мақсад сифатида танлаб олиниши учун иш ҳақининг ўсиши, аҳоли бандлиги даражаси ва алмашув курси бўйича мақсадли кўрсаткичлар белгиланмаслиги лозим. Бунинг сабаби шундаки, миллий валютанинг хорижий валютага нисбатан курсининг белгиланиши Марказий банкни, ўзининг пул-кредит сиёсатини, ана шу кўрсаткични бажариш учун мослаштиришга мажбур қилади. Бу эса, ўз навбатида, Марказий банкка инфляциянинг мақсадли кўрсаткичини таъминлаш учун монетар инструментлардан эркин ва тўлиқ фойдаланиш имконини бермайди. Натижада, пул-кредит сиёсатининг тактик мақсадларининг мазмунида икки ёқламалик, қарама-қаршилик юзага келади.

Миллий валютанинг алмашув курсидан монетар сиёсатнинг индикатори сифатида фойдаланиш ҳам маълум бир шартларни ҳисобга олишни тақозо қилади³⁴. Бундай шартлар сифатида қуйидагиларни ажратиб кўрсатиш мумкин:

³³ <http://www.imf.org>

³⁴ Абдуллаев У.А. Марказий банкнинг монетар сиёсати ва унинг иктисодий ўсиш суръатларига таъсири. иқт. фан. ном. Олиш учун ёзилган дисс. автореферати.-Тошкент, БМА. 2011.-21 б.

а) Миллий валютанинг тўлов балансининг жорий операциялари бўйича хорижий валюталарга тўлиқ конвертирланишининг таъминланганлиги.

Агарда ушбу шартнинг бажарилиши таъминланмаган бўлса, у ҳолда, миллий валютанинг курси валюта бозоридаги хорижий валютага бўлган талаб ва таклиф асосида шаклланмайди. Бу эса, ўз навбатида, алмашув курсига таъсир қилувчи омилларнинг таъсир механизмини баҳолаш имконини бермайди. Хусусан, хорижий валюталар савдоси валюта бозорида буюртма асосида амалга ошириладиган мамлакатларда Марказий банк, миллий валютанинг қадрсизланиш суръатини пасайтириш мақсадида, маълум бир даврий оралиқларда конверсион операциялар бўйича берилган буюртмаларнинг маълум қисмини қабул қилмаслик каби маъмурий усуллардан фойдаланиши мумкин. Бундан ташқари, Марказий банк ёки ҳукуматнинг миллий валюта курсини шакллантириш жараёнига фаол тарзда аралашуви валюта курсининг ўзгаришини омилли таҳлил қилиш ва прогнозлашни амалга ошириш имконини бермайди.

б) Марказий банкнинг иқтисодий ва сиёсий мустақиллигининг таъминланганлиги.

Халқаро банк амалиётида Марказий банкнинг иқтисодий мустақиллиги деганда, одатда, унинг монетар инструментлардан чекловларсиз, мустақил тарзда фойдаланиш имкониятининг мавжудлиги тушунилади. Марказий банкнинг сиёсий мустақиллиги деганда эса, унинг пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқиш ва амалга оширишда ҳукумат ва давлат бошқарув органларидан мустақиллиги тушунилади.

Марказий банкнинг иқтисодий ва сиёсий мустақиллигининг таъминланмаганлиги унга пул-кредит сиёсатининг бош мақсадига, яъни миллий валюта ва баҳолар барқарорлигини таъминлаш имконини бермайди.

в) Марказий банкнинг етарли даражада олтин-валюта захираларига эга бўлиши.

Марказий банкнинг етарли даражада олтин-валюта захираларига эга бўлиши валюта интервенциясини зарур ҳажмда ва ўз вақтида амалга ошириш имконини беради. Бу эса, миллий валютага бўлган ишончни мустаҳкамлаш нуқтаи-назаридан ижобий ҳолат ҳисобланади, чунки валюта интервенциясини муваффақиятли тарзда амалга ошириш миллий валюта курсининг фавқулодда юзага келадиган кескин тебранишларига ўз вақтида барҳам бериш имконини беради. Етарли даражада олтин-валюта захираларига эга бўлмаган марказий банклар миллий валютанинг алмашув курсига таъсир этиш имкониятига эга бўлмайди.

г) Ҳукуматнинг ташқи қарзини тўлашнинг такомиллашган механизмини шакллантирилганлиги.

Мазкур механизмнинг моҳияти шундаки, ҳукуматга ва давлат органларига тегишли бўлган олтин-валюта захираларининг барчаси Марказий банкнинг балансига ўтказилади ва ҳукумат ўзининг ташқи қарзини тўлаш тўғрисидаги топшириқномани Марказий банкка узатганда, ташқи қарз суммаси Марказий банкнинг балансидаги олтин-валюта захиралари ҳисобидан тўланади. Ҳақиқатда тўланган ташқи қарзнинг миллий валютадаги эквиваленти Марказий банк томонидан ҳукуматнинг жорий ҳисобрақамидан чегириб олинади. Ҳукуматнинг жорий ҳисобрақамида тўланадиган ташқи қарзнинг миллий валютадаги эквиваленти мавжуд бўлмаган шароитда Марказий банк ташқи қарзни тўлаш тўғрисидаги топшириқномани қабул қилмаслиги шарт.

Хулоса қилиб айтганда, биринчидан, монетар сиёсатнинг тактик мақсадларини тўғри танлаш миллий валютанинг ва баҳолар барқарорлигини таъминлаш тадбирларининг самарадорлигини баҳолашда муҳим аҳамият касб этади; иккинчидан, Марказий банкнинг иқтисодий ва сиёсий мустақиллигининг таъминланмаганлиги, ҳукуматнинг ташқи

карзини тўлаш механизмининг такомиллашмаганлиги Марказий банкка монетар индикатор сифатида танланган кўрсаткичнинг белгиланган даражасини таъминлаш имконини бермайди; учинчидан, монетар сиёсатнинг тактик мақсадларини белгилашда ҳисобга олинadиган муҳим омиллардан бири давлат бюджети дефицитининг даражаси ва ўзгариши ҳисобланади. Бунинг боиси шундаки, бюджет дефицитининг ўсиши фоиз меъёрининг ошишига ва шунинг асосида баҳолар даражасининг ўсишига олиб келади.

1.3. Ялпи ички маҳсулотнинг ўсишни таъминлашда монетар сиёсатни такомиллаштириш бўйича хориж тажрибаси ва унинг амалий аҳамияти

АҚШ Федерал Заҳира Тизими (ФЗТ) томонидан 2001 йилдан бошлаб, Ж.М.Кейнснинг “Арзон пуллар” концепциясига асосланган экспансионистик пул-кредит сиёсати қўлланила бошлади. 2001-2003 йилларда “Арзон пуллар” сиёсатининг қўлланилиши натижасида АҚШ дефляция муаммосидан қутулиб қолди. ФЗТ томонидан фоиз ставкаларини кескин пасайтириш сиёсатининг кутилган ижобий натижаларни беришида солиқлар суммасининг камайтирилиши ва АҚШ долларининг унинг асосий савдо ҳамкорларининг валюталарига нисбатан курсининг пасайиши муҳим рол ўйнади.

Экспансионистик пул-кредит сиёсатининг қўлланилиши миллий иқтисодиётнинг пул маблағлари билан таъминланганлик даражасини ошишига олиб келади. 1.3.1 - жадвал маълумотларидан кўринадик, ривожланган давлатларда қайта молиялаш ставкаси жуда паст бўлиб, ўзоқ йиллар давомида деярли ўзгармаган.

Жумладан, АҚШ қайта молиялаш ставкаси 2008-2014 йиллар бошларига 0,25 фоиз қилиб белгиланган бўлса, худди шундай ҳолат Япония давлатида кузатиш мумкин. Кейинги йилларда Японияда амалга оширилаётган абзектисодиёти мамлакат миллий валютасини қадрини ошириш

масалаларига жиддий қаратилмоқда. Британияда 2009 йилдан бошлаб қайта молиялаш ставкаси 0,50 фоизга туширилгач бугунги кунгача ўзгаришсиз қолдирилган. Ривожланаётган давлатларда қайта молиялаш ставкасини монетар сиёсатнинг энг муҳим элементи сифатида фойдаланилётганини унинг тебранишидан кузатиш мумкин. Жумладан, Россия давлатида бу ҳолатни таҳлил қилиш мумкин.

1.1-жадвал

Ривожланган ва ривожланаётган давлатларнинг Марказий банкларининг қайта молиялаш ставкасини ўзгариши 2008-2015 йй (фоизда).³⁵

№	Мамлакатлар	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
1.	АҚШ	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
2.	ЕИ	4,00	2,50	1,00	1,00	1,50	0,75	0,25	0,25
3.	Япония	0,50	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
4.	Б. Британия	5,50	2,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
5.	Швейцария	2,75	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
6.	Канада	4,25	1,50	0,25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
7.	Россия	10,00	12,00	9,00	8,00	8,25	8,25	8,25	8,25
8.	Қозоғистон	9,00	11,00	10,50	7,00	7,00	7,50	5,50	5,50
9.	Ўзбекистон	14,00	14,00	14,00	14,00	12,00	10,00	9,00	9,00

АҚШда ФЗТ томонидан иккинчи жаҳон урушидан кейинги дастлабки йилларда фоиз ставкаларининг пул массасига таъсирини таъминлаш сиёсати олиб борилди. Бунинг натижасида мазкур даврда, АҚШ молия бозорларида, пул массасининг ўсиши билан фоиз ставкасининг пасайиши ва аксинча, фоиз ставкаси юқори бўлган шароитда пул массасининг ўсиш суръати пасайганлигини гувоҳи бўлиш мумкин.

Шуни алоҳида таъкидлаш лозимки, АҚШ иқтисодиётида пулга бўлган талабнинг ошиши ва бошқа омилларнинг таъсирида 1971 йилдан бошлаб пул массаси шиддат билан ўса бошлади. Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси ссуда капиталлари бозоридаги депозитлар ва кредитларнинг бозор ставкаларига таъсир этувчи асосий монетар индикаторлардан бири бўлганлиги сабабли, унинг маълум даврий

³⁵ Муаллиф томонидан тузилган.

оралиқларда ўзгартирилмасдан сақлаб турилиши банк кредитлари фоиз ставкаларининг барқарорлигини таъминлашда муҳим аҳамият касб этади. Тижорат банклари кредитлари фоиз ставкаларининг барқарорлигини таъминлаш, ўз навбатида, иқтисодиётнинг реал секторини кредитлаш жараёнига ижобий таъсир кўрсатади, корхоналарнинг кредит тўловлари миқдорининг ошиб кетишини олдини олади, қайта молиялаш сиёсатининг макроиқтисодий барқарорликка таъсирини аниқ баҳолаш имконини оширади.

Айни вақтда, шуни эътироф этиш жоизки, сўнгги йилларда бир қатор ривожланган мамлакатлар марказий банкларининг, шу жумладан, АҚШ ФЗТ ҳисоб ставкаларининг нобарқарорлик даражасини кескин ошганлиги кузатилди. Бу эса, нисбатан юқори даражадаги ҳисоб ставкаси ҳисобланади ва ҳисоб ставкасининг бу қадар юқори белгиланиши АҚШ ФЗТ раҳбари Бен Бернанкенинг фикрига кўра, инфляциянинг кутилаётган ўсиш суръатига қарши кураш чораси ҳисобланади. Чунки энергоресурслар баҳосининг юқори эканлиги ва уй-жой бозоридаги турғунлик оқибатида инфляция суръатининг ўсиши кутилмоқда³⁶. Англия Марказий банки томонидан амалга оширилаётган қайта молиялаш сиёсати учун ҳам ҳисоб ставкаларининг нобарқарорлиги хос. Англия Марказий банкининг расмий баёнотида ҳисоб ставкасининг оширилиши инфляцияни жиловлаш мақсадида амалга оширилганлиги эътироф этилган. Қайта молиялаш ставкаси ва инфляция даражасининг ўртасидаги фарқнинг қанчалик ижобий бўлиши мамлакат монетар сиёсатини тўғри юритиш имконини беради. 1.1-жадвал маълумотларини таҳлил қиладиган бўлсак қайта молиялаш ставкаси ва инфляция даражаси ўртасидаги фарқ ривожланган давлатларда деярли салбий ҳолатда бўлганини кўзатиш мумкин.

Ривожланаётган давлатларда ижобий ҳолатни кузатиш мумкин. Жумладан, Россия ва Қозоғистонда ушбу кўрсаткич мос равишда 0,51 ва 0,70 ни ташкил этган. Республикамизда 2014 йилнинг 1 январь ҳолатига

³⁶ [http // lenta. Ru/news/2007/08/01/rate/](http://lenta.ru/news/2007/08/01/rate/)

эътибор қаратадиган бўлсак қайта молиялаш ставкаси 10 фоизга туширилиши улар орасидаги фарқни камайтириш имконини беради.

1.2-жадвал

Айрим давлатларда Марказий банк қайта молиялаш ставкаси ва инфляция даражасини фарқи (2015 йил)³⁷

№	Мамлакатлар	Инфляция даражаси	Қайта молиялаш ставкаси	Фарқи
1.	АҚШ	1,50	0,25	-1,25
2.	ЕИ	0,85	0,25	-0,60
3.	Япония	1,61	0,10	-1,51
4.	Б. Британия	2,00	0,50	-1,50
5.	Швейцария	0,06	0,25	0,18
6.	Канада	1,23	1,00	-0,23
7.	Ж. Корея	1,14	2,50	1,35
8.	Россия	6,48	8,25	0,51
9.	Қозоғистон	4,80	5,50	0,70
10.	Ўзбекистон	5,60	9,00	3,40

Ушбу ҳолат ҳозирги шароитда ижобий деб баҳолаш мумкин. Марказий банк, одатда, очик бозор сиёсатини амалга ошириш йўли билан миллий банк тизимининг захираларига икки усул билан таъсир қилади:

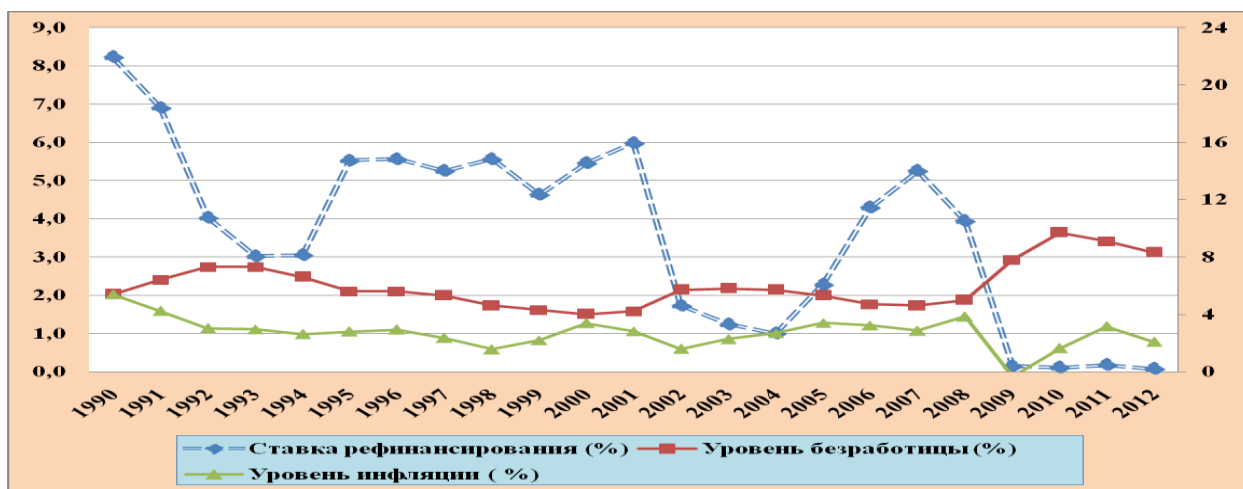
1. Агар Марказий банк тижорат банкларининг ликвидлилигини оширишни ва миллий валютадаги пулларнинг таклифини оширишни мақсад қилиб олган бўлса, у ҳолда, Марказий банк бозорда қимматли қоғозларни сотиб олувчи бўлиб иштирок этади. Бунда Марказий банк қимматли қоғозларга қатъий белгиланган курс ўрнатиши ва курс шу белгиланган даражага етиши билан таклиф қилинган барча қимматли қоғозларни сотиб олиш йўлидан фойдаланиши мумкин. Ёки Марказий банк таклиф этилган пайтдаги курснинг қандай бўлишидан қатъий назар, маълум турдаги қимматли қоғозларни сотиб олиш миқдорини белгилаши мумкин.

³⁷ Статситик маълумотлар асосида муаллиф томонидан тузиб чиқилган.

2. Агар Марказий банк миллий банк тизимидаги ортиқча ликвидликни камайтиришни мақсад қилиб олган бўлса, у ҳолда, Марказий банк қимматли қоғозлар бозорида сотувчи бўлиб иштирок этади. Бунда ҳам Марказий банк икки имкониятга эга бўлади:

– Марказий банк маълум курсни эълон қилиши ва қимматли қоғозларнинг курси эълон қилинган даражага етиши билан исталган миқдордаги қимматли қоғозни сотиш мажбуриятини олиши мумкин;

– Марказий банк қўшимча тарзда маълум миқдордаги қимматли қоғозни сотиш мажбуриятини олиши мумкин. Бунинг натижасида давлатнинг қимматли қоғозларидан ва бошқа юқори ликвидли қимматли қоғозлардан келадиган даромадларнинг миқдори ошади ва шунинг асосида уларнинг инвестицион жозибадорлиги ошади. Пировард натижада, тижорат банклари ва бошқа кредит институтларининг мазкур қимматли қоғозларга бўлган қизиқиши кучаяди ва уларнинг кредитлаш салоҳияти пасаяди. Бу эса, ўз навбатида, кредитларнинг фоиз ставкаларининг ошишига олиб келади. Агарда фоиз ставкаларининг шу тахлитда ўсиши Марказий банкни қониқтирмаса, у яна қимматли қоғозларни сотиб олиши мумкин.



1.1-расм. ФЗТ нинг қайта молиялаш ставкаси, инфляция даражаси ва ишсизликнинг ўзаро боғлиқлик динамикаси (1990-2012 йй.)³⁸

³⁸ ФЗТ молиявий ҳисоботлари асосида тайёрланди.

Очиқ бозор операцияларини амалга оширишда ФЗТнинг қайта молиялаш ставкасини пасайтириш ёки уни ўзгартириш орқали энг муҳим макроиқтисодий кўрсаткичлар ишсизлик ва инфляцияни назорат қилиш имконини бериши 1990 йилдан бошлаб таҳлил қилинди.

Юқоридаги расмда ФЗТ томонидан 1990-2012 йиллар мобайнида қайта молиялаш ставкасининг ўзгариши ва инфляция даражаси ва ишсизлик ўртасидаги ўзаро боғлиқлиги келтирилган. Расмга эътибор берадиган бўлсак қайта молиялаш ставкасини туширилиши натижасида, кейинги йилларда ишсизлик даражасини пасайганлигини кузатиш мумкин. Ҳозирги кунда Марказий банк монетар инструментларидан тўлиқ фойдаланишда Лондон мактаби иқтисодчиси С. Гудхарт фикрича макромолиявий барқарорликни сақлаш муҳим деб ҳисоблайди³⁹. Бунинг учун Марказий банк очиқ бозор операцияларини АҚШ да кенг фойдаланиши ушбу макромолиявий барқарорликни таъминлашга ёрдам бермоқда. АҚШ ФЗТ очиқ бозор операцияларининг эътиборга молик жиҳатларидан бири шундаки, Марказий банк билан тижорат банклари ўртасида курсни белгилаш борасидаги шартномани имзолашда қуйидаги икки хил стандарт мавжуд:

1. Фоиз ставкалари барча тижорат банклари учун ягона ставкада белгиланади.

Ушбу стандарт «кредитларни тақсимлашнинг голландча усули» деб аталади.

2. Фоиз ставкалари ҳар бир тижорат банкига нисбатан алоҳида ўрнатилади. Шунинг учун ҳам ушбу стандарт «америкача стандарт» деб аталади.

АҚШда ҳукуматнинг қимматли қоғозларига тижорат банклари томонидан қилинган инвестициялар улар активларининг умумий ҳажмида сезиларли даражада юқори салмоқни эгаллайди. Бу эса, мазкур мамлакатларнинг марказий банкларига очиқ бозор сиёсатини фаол тарзда

³⁹ Goodhart C.A.E. The Changing Role of Central Banks // BIS Working Papers. 2010. No 326. P. 8 - 9.

амалга ошириш имконини беради. 2014 йилнинг 1 январ ҳолатига, АҚШ ҳукумати облигацияларининг ЯИМдаги салмоғи 47 фоизни ташкил этди.⁴⁰ Бу эса, жуда юкори даражадаги кўрсаткич бўлиб, АҚШ ФЗТ га очик бозор операциялари оркали муомаладаги пул массасини қисқартириш ёки, зарур ҳолларда, пул массаси ҳажмини ошириш имконини беради. Лекин, ҳукумат қимматли қоғозлари ҳажмининг кескин оширилиши унинг қарзи миқдорининг ошишига олиб келиши ва шунинг асосида миллий валютанинг барқарорлигига нисбатан салбий таъсирни юзага келтириши мумкин.

ФЗТ очик бозор сиёсати доирасида қимматли қоғозни сотса, бунинг натижасида сотиб олувчининг банкни ФЗБ даги захира ҳисобрақамининг қолдиғи камаяди. Ушбу камайиш бошқа банкнинг ФЗБ даги захира ҳисобрақами қолдиғининг кўпайишига олиб келмайди. Демак, ФЗТ қимматли қоғозларни сотса миллий банк тизими захираларининг умумий миқдори камаяди. Марказий банкнинг очик бозор операциялари миллий банк тизими захираларининг миқдorigа бевосита таъсир қилиш йўли билан пуллар таклифига ва тижорат банкларининг кредит эмиссияси ҳажмига ҳам кучли таъсир кўрсатади. АҚШ иккиламчи бозорида ҳукуматнинг қимматли қоғозлари муомаласи ҳажмининг ниҳоятда катта эканлиги АҚШ ҳукумати ташқи ва ички қарзининг катта миқдорда эканлиги билан изоҳланади (01.01.2014 йил ҳолатига, АҚШ ҳукуматининг ташқи қарзи мамлакат ЯИМ нинг 105 фоизидан ошди⁴¹).

Ривожланган давлатларда молиявий барқарорликни таъминлаш мақсадида ўтказилган ислохотлар биринчи навбатда бу АҚШ ва Б. Британия давлатларида амалга оширилиб, бунда Марказий банк томонидан янги инструментлар таклиф этилди. Бунга кўра ушбу инструментлар кичик инфляция жараёнида, пул бозорида самарали

⁴⁰ Улюкаев А., Куликов М. Проблемы денежно-кредитной политики в условиях притока капитала в Россию//Вопросы экономики. - №7, 2013.— с. 16.

⁴¹ IMF «International Financial Statistics», 2013 маълумотлари асосида диссертант томонидан ҳисобланди.

натижаларга эришиш имконини бермоқда⁴². АҚШ 1990 йилдан кейин нол фоизли ставка сиёсатидан кечиш тўғрисида ФЗТ томонидан таклиф киритилди. Ушбу ҳолат инфляцион монетар сиёсатга нисбатан иқтисодиётга салбий таъсир кўрсатиши мумкинлиги келтирилади. 1990 йилдаги дефинфляция сиёсати Япония давлатини ушбу сиёсатдан воз кечиш зарурлигини юзага чиқарди⁴³. Жуда паст даражадаги инфляция АҚШ монетар сиёсатчиларини чуқур уйлашга мажбур қилмоқда. Натижада монетар сиёсатчилар дефляция муаммолари бўйича тадқиқотлар олиб борган мактаб олимларини иқтисодий қарашларига кенг эътибор бера бошладилар⁴⁴. Марказий банклар томонидан инфляция шароитида баҳо даражаси барқарорлиги жуда юқори ёки жуда паст бўлиши мумкинлиги аниқланди. Иккинчидан, паст даражадаги инфляция шароитида номиналь фоиз ставкаси жуда паст бўлиши зарур. Шунинг билан бирга қисқа муддатли сиёсий фоиз ставкаси нолдан паст бўлмаслиги зарур. Б. Бернанке фикрича Япония давлатида юзага келган дефляция ҳолатидан чиқиб кетиш учун қўллаган усулидан иқтисодиётда фойдаланиш керак эмас деб ҳисоблайди. Унинг фикрича ушбу ҳолатнинг юзага келишига Япония ҳукуматининг банк соҳасида олиб борган нотўғри сиёсати орқали юзага келди деб ҳисоблайди. Шунинг ФЗТ жуда паст даражадаги инфляция шароитида монетар сиёсатнинг бошқа инструментларидан фойдаланиш зарур. Бундай инструментлардан бири бу ҲОМС реинвестициялаш сиёсатини ўзгартиришдир (ФЗТ нинг инвестиция портфелидаги фоизли қимматли қоғозларни доимий равишда меъёрлаштириш). Айрим давлатларда иқтисодий ўсиш барқарорлигини сақлаш учун ташқи

⁴² Statement Regarding Purchases of Treasury Securities, www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_101103.html; O'Donnell S. BOE Leans toward More Purchases after October's Three-Way Split // Bloomberg. 2010. Oct. 20.

⁴³ Hilsenrath J. Fed Chief Gets to Apply Lessons of Japan's History // The Wall Street Journal. 2010. Oct. 13.

⁴⁴ Humphrey Th.M. Classical Deflation Theory // Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly. 2004. Vol. 90, No 1. P. 11 - 33.

молиялаштиришнинг умумий⁴⁵ ва хусусий капиталларидан⁴⁶ фойдаланишни маъқул кўрадилар. Четдан инвестицияни кўплаб жалб этиш миллий валюта реал алмашув курсини асоссиз мустаҳкамлашга олиб келади⁴⁷. Айрим олиб борилган тадқиқотларга асосланадиган бўлсак четдан кириб келаётган капитал оқимининг кўпайиши реал алмашув курсини мустаҳкамлайди⁴⁸. Бошқа олимлар ҳисоб китоби бўйича ушбу натижа самара бермаслиги келтирилади⁴⁹. В. Серра, С. Текин ва С. Терновскилар фикрича чет эл ёрдами реал алмашув курсини мустаҳкамлайди деб ҳисоблайдилар⁵⁰.

Япония Марказий банкнинг монетар сиёсатини амалга оширишда асосан икки монетар инструментдан – қайта молиялаш сиёсати ва очиқ бозор сиёсатидан фаол тарзда фойдаланилмоқда.

Марказий банк қайта баҳолаш ставкасининг барқарорлиги борасида Япония Марказий банкининг тажрибаси муҳим амалий аҳамият касб этади. 2006 йилнинг ноябрь ойида Япония Марказий банкининг ҳисоб ставкаси сўнгги беш йил ичида биринчи марта ўзгарди⁵¹.

Шуниси характерлики, Японияда Буюк Британия, Канада, Люксембург, Швеция мамлакатларидаги каби мажбурий захира сиёсатидан Марказий банк пул-кредит сиёсатининг инструменти сифатида

⁴⁵ Потоки общественного капитала - сумма официальных кредитов (кредиты МВФ, государственные облигации, долги прошлых периодов) и официальных текущих трансфертов.

⁴⁶ Потоки частного капитала включают прямые иностранные инвестиции, портфельные инвестиции, текущие частные трансферты и пассивы в иностранных банках.

⁴⁷ Agenor P.R. Capital Inflows, External Shocks, and the Real Exchange Rate // Journal of International Money and Finance. 1998. Vol. 17. P. 713 - 740; Lartey E.K.K. Capital Inflows, Dutch Disease Effects and Monetary Policy in a Small Open Economy // Review of International Economics. 2008. Vol. 16, No 5. P. 971 - 989.

⁴⁸ Lane P., Milesi-Ferretti G.M. The Transfer Problem Revisited: Net Foreign Assets and Real Exchange Rates // Review of Economics and Statistics. 2004. Vol. 86, No 4. P. 841 - 857; Lartey E. Capital Inflows and the Real Exchange Rate: An Empirical Study of Sub-Saharan Africa // Journal of International Trade & Economic Development. 2007. Vol. 16, No 3. P. 337- 357; Elbadawi I.A., Kaltani L., Schmidt-Hebbel K. Foreign Aid, the Real Exchange Rate, and Economic Growth in the Aftermath of Civil Wars // World Bank Economic Review. 2008. Vol. 22, No 1. P. 113 - 140.

⁴⁹ Hussain M., Berg A., Aiyar S. The Macroeconomic Management of Increased Aid: Policy Lessons from Recent Experience // Review of Development Economics. 2009. Vol. 13, No 3. P. 491 - 509; Mongardini J., Rayner B. Grants, Remittances, and the Equilibrium Real Exchange Rate in Sub-Saharan African Countries // IMF Working Paper. 2009. No 75.

⁵⁰ Cerra V., Tekin S., Turnovsky S. J. Foreign Aid and Real Exchange Rate Adjustments in a Financially Constrained Dependent Economy // IMF Working Paper. 2008. No 204.

⁵¹ [http // lenta. Ru/news/2007/02/21/japan/](http://lenta.ru/news/2007/02/21/japan/)

фойдаланилмайди. Бунинг сабаби, фикримизча, мазкур мамлакатларда пул-кредит сиёсатининг очик бозор сиёсати, қайта молиялаш сиёсати, валюта сиёсати каби анъанавий инструментларидан фойдаланиш амалиётининг такомиллашганлигидир. Шу сабабли, мазкур мамлакатларда мажбурий захира ставкалари орқали тижорат банкларининг депозит базасига таъсир қилиш йўли билан уларнинг кредит экспансиясини жиловлаш зарурияти мавжуд эмас.

Шуниси характерлики, Марказий банкнинг очик бозор сиёсати орқали тижорат банкларининг молиявий инқироз ҳолатидан чиқишларига имконият яратиш мумкин. Фикримизнинг исботини Япония Марказий банкининг мисолида яққол кўришимиз мумкин. Тараққий этган мамлакатларнинг пул айланмасини мустаҳкамлаш ва унинг элементларидан фойдаланиш механизмини такомиллаштириш борасидаги муҳим ютуқларидан бири, шубҳасиз, пулларга бўлган талаб ва пуллар таклифини тартибга солишнинг такомиллашган тизимининг яратилганлиги ҳисобланади. Мазкур мамлакатлар Марказий банкларининг монетар сиёсати, унинг стратегик ва тактик мақсадлари пул массаси ўсиш суръатининг барқарорлигини таъминлаш мақсадига хизмат қилмоқда.

1.3-жадвал

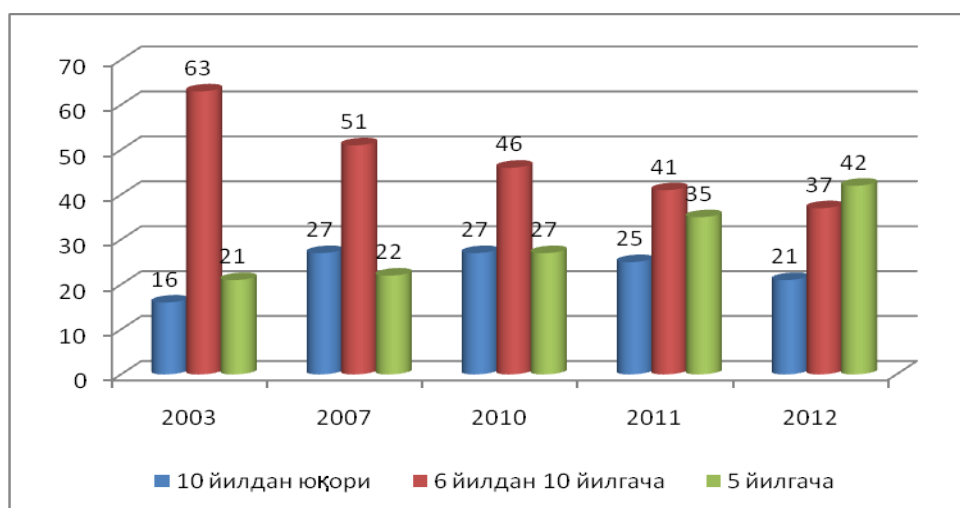
Японияда пул массаси, инфляция даражаси ва монетизация коэффициенти,⁵² фоизда

Воситалар	Йиллар					
	1997	2001	2007	2010	2012	2014
Олтин валюта активлари	7	4	5	4	3	3
Бюджет воситалари	81	86	63	57	59	50
Бошқалар	12	8	32	39	38	47
жами	100	100	100	100	100	100

⁵² IMF “International Financial Statistics” маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

Аммо ўтиш иқтисодиёти мамлакатларининг Марказий банклари фаолияти хусусида бундай фикр билдириш мақсадга мувофиқ эмас.

Япония давлатининг пул базасининг 1997 йилларда асосини бюджет воситалари 81 фоизни ташкил этган бўлса, ушбу кўрсаткич 2014 йилга келиб 50 фоизни ташкил этган. Япония банкининг олиб бораётган сиёсати ҳозирги кунда банкдан ташқари пул айланмаларини қисқартириш ва шу асосида иқтисодиётдаги барқарорликни сақлаб қолишга ҳаракат қилмоқда. Жадвалдаги бошқа кўрсаткичлар асосан турли воситалар бўлиб, бунинг таркибига облигациялар, тижорат қоғозлари киритилган. Ушбу кўрсаткич 1997 йилга нисбатан 2014 йилда 35 фоизга ортганини кузатиш мумкин. Япония банкининг пул базасини муддатлари бўйича таҳлил қиладиган бўлсак, у қуйидаги расмда келтирилган. Қуйидаги расмни таҳлил қилар эканмиз Япония пул базасини асосий улуши 2003 йилда 6 йилдан 10 йилгача бўлган кредитлар ташкил этган бўлса, 2012 йилда ушбу кўрсаткич 26 фоизга пасайгани, 5 йилгача бўлган муддатдаги улуш 42 фоизни ташкил этганини таҳлил қилиш мумкин. Ушбу ҳолат Япония банкларининг узун пулларга бўлган талабини пасаяётгани, уларнинг қисқа муддатдаги пулларга талаб ортиб бораётганини таҳлил қилиш мумкин.



1.2-расм. Япония пул базасининг муддатлари бўйича тақсимланиши, фоизда⁵³

⁵³ Япония банки маълумотлари асосида тайёрланди.

Бу эса давлатнинг банкдан ташқари пул айланмаларини қисқартириш борасида олиб бораётган сиёсатини маълум маънода салбий томонга кетаётганини англатади. АҚШ да 2014 йилда пул базасида бир йилгача бўлган пуллар 5 фоизни ташкил этган бўлса, 1 йилдан 5 йилгача 20 фоизни ва 5 йилдан ортиқ бўлган узун пуллар 75 фоизни ташкил этган⁵⁴. Дунёнинг етакчи давлатлари ЕИ, АҚШ, Буюк Британия, Япония, Хитой ва Россияда 2008-2014 йилларда пул массаси М2 агрегат ва ЯИМ ўсиши мос равишда 34 трлн. доллардан 48,7 трлн. долларгача, ЯИМ 39,5 трлн. доллардан-46,7 трлн. долларгача 43 ва 18 фоизга ошган.



1.3-расм. 2008-2014 йилларда пул базаси ва пул массасининг ўзгариши, фоизда⁵⁵

М2 пул агрегатининг ЯИМ нисбатан кескин ортиб кетиши, банкдан ташқари пул айланмаларининг ортиб кетишига сабаб бўлмоқда. Бу эса “капитал миграцияси”ни бошқариш имконини бермаяпти. 2008-2014 йилларда дунёда пул массасининг ортиб боришини қуйидаги расмда келтирилган. Ушбу кўрсаткичларни таҳлил қиладиган бўлсак деярли барча давлатларда пул базасининг ортганини кузатиш мумкин. Фақатгина Россияда ушбу ҳолат бошқача кўринишни акс эттирган. Жаҳон бўйича умумий пул базаси 25 фоизни ва пул массаси 13 фоизни ташкил этган. АҚШ даги йирик банкларнинг нақд пулларни “заҳира” сифатида ушлаб

⁵⁴ Ершов М. Мировая экономика: перспективы и препятствия для восстановления. // Вопросы экономики. 2012.-№5. –с. 65-75.

⁵⁵ Уша ерда.

турилиши, мамлакат мултыпликаторини тормозлашга, пул базасини пул массасига айланишига олиб келиши мумкин. Бундан ташқари ишлаб чиқаришни кредит билан таъминлаш кескин пасайишига олиб келади. Бу эса мамлакат иқтисодиётини пасайишига ва банкдан ташқари пул айланмаларини ортишига сабаб бўлиши мумкин.

Япония Марказий банки пул-кредит сиёсати орқали кредит ресурсларига бўлган талабга ва улар таклифига таъсир қилади. Банкнинг сиёсий Кенгаши, Япония Марказий банки тўғрисидаги қонунга мувофиқ, молия инструментлари турлари бўйича ставкаларни ўрнатиш ва ўзгариши юзасидан жавобгар ҳисобланади. Япония Марказий банки пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш билан Директорлар Кенгаши шуғулланади. Директорлар Кенгаши 9 кишидан иборат бўлиб, унинг биттаси директор, икитаси директорнинг ўринбосарлари ҳисобланади. Японияда қимматли қоғозлар бозорининг ривожланганлик даражасининг юқори эканлиги Япония Марказий банкига очиқ бозор операциялари орқали муомаладаги пул массасига самарали таъсир этиш имконини беради. Япония Марказий банки очиқ бозор операцияларини асосан РЕПО шаклида амалга оширилади. Бунда қимматли қоғозлар марказий банк томонидан қайта сотиб олиш шарти билан сотиб олинади.

Ҳозирги даврда Япония Марказий банкининг очиқ бозор операцияларида олди-сотди объекти сифатида, асосан, қуйидаги қимматли қоғозлардан фойдаланилмоқда: хазина векселлари; ҳукуматнинг облигациялари; ҳукуматнинг ўрта ва узоқ муддатли хазина мажбуриятлари; корпоратив облигациялар; тижорат банкларининг депозит сертификатлари; корхоналарнинг тижорат векселлари.

Мазкур қимматли қоғозларнинг бир қисми пул бозорига тегишли бўлса, иккинчи қисми капиталлар бозорига тегишлидир. Масалан, хазина векселлари пул бозорининг инструменти ҳисобланади, корпоратив облигациялар эса, капиталлар бозорига тегишлидир.

Шуниси характерлики, Японияда Марказий банкнинг қимматли қоғозни бевосита эмитентнинг ўзидан сотиб олиши очик бозор операцияси ҳисобланмайди, балки кредит операцияси ҳисобланади. Масалан, ҳукуматнинг қимматли қоғозларини бевосита ҳукуматнинг ўзидан сотиб олиш Давлат бюджети харажатларини Марказий банк томонидан кредитланиши ҳисобланади. Шунингдек, ҳукуматнинг қимматли қоғозларининг курсини сақлаш мақсадида амалга ошириладиган жорий операциялар ҳам очик бозор операциялари ҳисобланмайди.

Япония Марказий банки очик бозор сиёсатини амалга ошириш йўли билан миллий банк тизимининг захираларига икки усул билан таъсир қилади:

1. Агар Япония Марказий банки тижорат банкларининг ликвидлилигини оширишни ва миллий валютадаги пулларнинг таклифини оширишни мақсад қилиб олган бўлса, у ҳолда, Марказий банк бозорда қимматли қоғозларни сотиб олувчи бўлиб иштирок этади. Бунда Марказий банк қимматли қоғозларга қатъий белгиланган курс ўрнатиши ва курс шу белгиланган даражага етиши билан таклиф қилинган барча қимматли қоғозларни сотиб олиш йўлидан фойдаланиши мумкин. Ёки Япония Марказий банки таклиф этилган пайтдаги курснинг қандай бўлишидан қатъий назар, маълум турдаги қимматли қоғозларни сотиш олиш миқдорини белгилаши мумкин.

2. Япония Марказий банки миллий банк тизимидаги ортиқча ликвидлиликни камайтиришни мақсад қилиб олган бўлса, у ҳолда, Марказий банк қимматли қоғозлар бозорида сотувчи бўлиб иштирок этади. Бунда ҳам Марказий банк икки имкониятга эга бўлади:

– Япония Марказий банки маълум курсни эълон қилиши ва қимматли қоғозларнинг курси эълон қилинган даражага етиши билан исталган миқдордаги қимматли қоғозни сотиш мажбуриятини олади;

– Япония Марказий банки қўшимча тарзда маълум миқдордаги қимматли қоғозни сотиш мажбуриятини олади. Бунинг натижасида давлатнинг қимматли қоғозларидан ва бошқа юқори ликвидли қимматли қоғозлардан келадиган даромадларнинг миқдори ошади ва шунинг асосида уларнинг инвестицион жозибадорлиги ошади. Пировард натижада, тижорат банклари ва бошқа кредит институтларининг мазкур қимматли қоғозларга бўлган қизиқиши кучаяди ва уларнинг кредитлаш салоҳияти пасаяди. Бу эса, ўз навбатида, кредитларнинг фоиз ставкаларининг ошишига олиб келади. Агарда фоиз ставкаларининг шу тахлитда ўсиши Марказий банкни қониқтирмаса, у яна қимматли қоғозларни сотиб олиши мумкин.

Биринчи боб бўйича хулоса:

– ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида монетар сиёсатнинг тўғри инструментларидан фойдаланиш даражаси юқори бўлса, тараққий этган мамлакатларда асосан монетар сиёсатнинг билвосита инструментларидан фойдаланилмоқда;

– монетар сиёсатнинг тактик мақсадлари сифатида пул массасининг ўсиш суръатларини жиловлаш, миллий валютанинг алмашув курсини тебраниш йўлакчаларини белгилаш, инфляциянинг мақсадли кўрсаткичларини белгилаш усулларида кенг фойдаланилмоқда;

– АҚШ ФЗТ нинг пул –кредит сиёсати қайта молиялаш сиёсати ва очик бозор сиёсати каби такомиллашган инструментларга асосланилган ҳолда амалга оширилади; мажбурий заҳира сиёсати заҳира ставкаларининг жуда паст эканлиги туфайли муомаладаги пул массасига сезиларли даражада таъсир кўрсата олмайди; АҚШ ФЗТнинг ҳозирги даврда амалга ошираётган пул-кредит сиёсати экспансионистик характерга эгадир.

– тараққий этган мамлакатларда монетар сиёсатнинг макроиқтисодий ўсишни таъминлашдаги ролини ошириш мақсадида марказий банклар асосан қайта молиялаш сиёсати, валюта сиёсати ва очик бозор сиёсатидан кенг фойдаланишмоқда. Аммо ушбу жараёнда асосий эътибор миллий валютанинг барқарорлигин таъминлаш ва инфляцияни жиловлашга қаратилмоқда.

II-БОБ. ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ МАРКАЗИЙ БАНКИНИНГ МОНЕТАР СИЁСАТИ ИНСТРУМЕНТЛАРИНИНГ МАКРОИҚТИСОДИЙ ЎСИШ СУРЪАТЛАРИГА ТАЪСИРИНИ ЗАМОНАВИЙ ҲОЛАТИ ВА МАВЖУД ТЕНДЕНЦИЯЛАРИ

2.1. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг монетар сиёсати ва унинг иқтисодий ўсиш суръатларига таъсири

Диссертацион тадқиқотнинг биринчи бобида таъкидланганидек, монетар сиёсат иқтисодиётни пул-кредит воситалари орқали тартибга солишга йўналтирилган ва Марказий банк томонидан амалга ошириладиган сиёсат ҳисобланади. Монетар сиёсат Ҳукумат иқтисодий сиёсатининг стратегик мақсадига бўйсундирилади ва макроиқтисодий барқарорликни таъминлашда муҳим ўрин тутади. Монетар сиёсатнинг такомиллашмаганлиги иқтисодиётни пул маблағлари билан таъминланганлик даражасини ошириш имконини бермайди, бунинг натижасида хўжалик юритувчи субъектлар ўртасидаги дебитор-кредитор қарздорлик муаммоси ҳал бўлмайди.

И.ф.д. Т.И. Бобакуловнинг фикрига кўра, М.Фридменнинг муомаладаги пул массасини жиловлашга қаратилган рестрикцион пул-кредит сиёсатини амалга ошириш хусусидаги таклифни Ўзбекистон Республикасида иқтисодиётни модернизациялаш шароитида қўллашни мақсадга мувофиқ эмас, деб ҳисоблаймиз. Мазкур хулосамиз қуйидаги далилларга таянади:

1. Республикамизда монетизация коэффициентининг амалдаги даражасини халқаро амалиётда қабул қилинган андозавий даражага (камида 60%) нисбатан сезиларли даражада паст эканлиги.

2014 йилнинг 1 январ ҳолатига, республикамизда монетизация коэффициентининг амалдаги даражаси 17,3 фоизни ташкил этди⁵⁶. Бу эса,

⁵⁶ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

нисбатан қуйи кўрсаткич бўлиб, мамлакатимиз иқтисодиётининг пул маблағлари билан таъминланганлик даражасини паст эканлигидан далолат беради. Бундай шароитда М.Фридменнинг рестрикцион пул-кредит сиёсатини қўллаш хусусидаги таклифидан фойдаланиш монетизация коэффиценти даражасининг янада пасайишига, хўжалик субъектлари ўртасидаги дебитор-кредитор қарздорлик муаммосининг чуқурлашишига олиб келади.

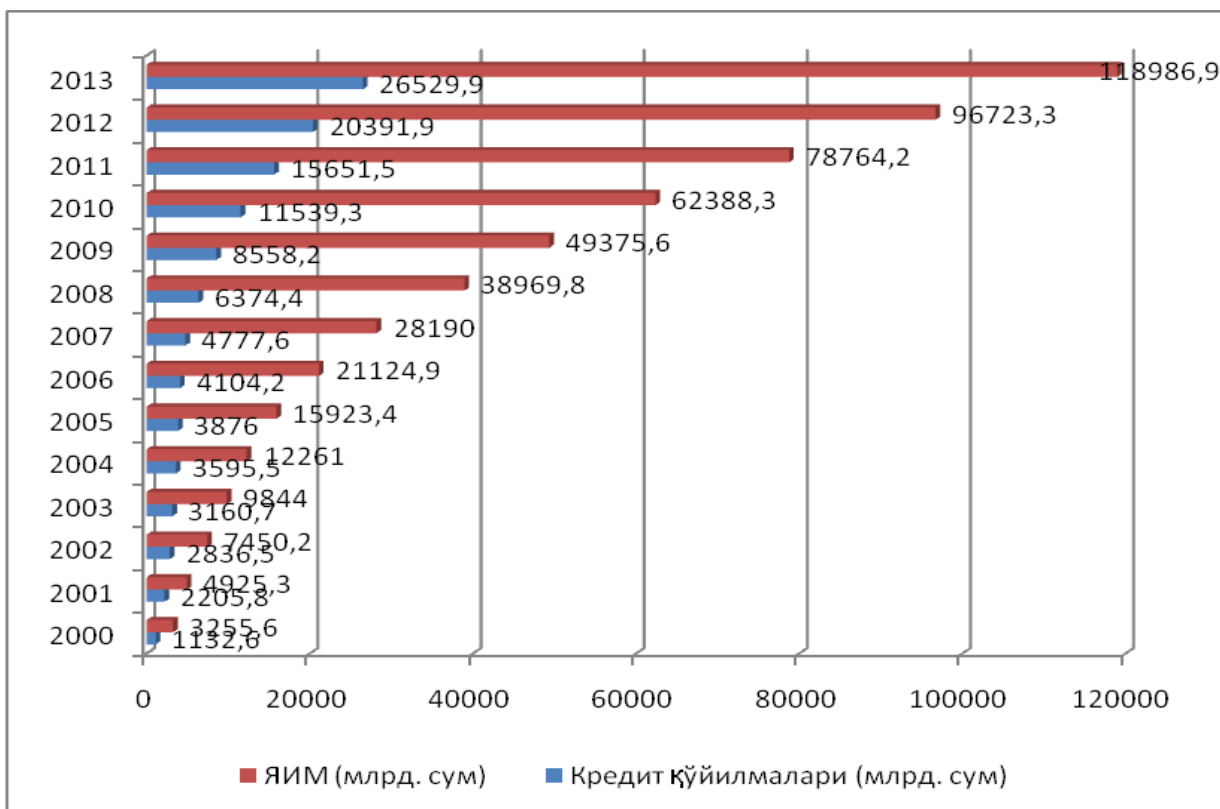
2. Республикамизда тижорат банклари кредит эмиссияси даражасининг паст эканлиги.

2014 йилнинг 1 январ ҳолатига, мамлакатимиз тижорат банклари кредит қуйилмаларининг номинал ЯИМ даги салмоғи 19,6 фоизни ташкил этди. Ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида эса, бу кўрсаткичнинг ўртача даражаси 40 фоиздан ошади⁵⁷.

Таъкидлаш жоизки, ҳозирги даврда пул-кредит сиёсати узатиш механизмининг таъсир диапазонлари кенгайиб кетган – муомаладаги пул массасининг ўзгариши активлар портфелининг умумий таркибига, яъни акция, облигация, хазина векселлари, депозит сертификатлари, узоқ муддат фойдаланиладиган товарлар, кўчмас мулк ва бошқа активларга бевосита ва кучли таъсир этмоқда.

Ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида Ж.Кейнс томонидан яратилган пул-кредит сиёсатининг узатиш механизми тўлақонли ва узлуксиз ҳаракатлана олмайди. Қимматли қоғозлар бозорининг ривожланмаганлиги, аҳоли ва корхоналарнинг қимматли қоғозлар эмитентларининг тўловга қобиллигига нисбатан ишончсизлигининг мавжудлиги, пул-кредит органларининг юқори репутацияга эга эмаслиги ва шу каби қатор омиллар пул-кредит сиёсати узатиш механизмининг самарали ишлашига тўсқинлик қилади.

⁵⁷ “www.cbu.uz” сайти ва “International Financial Statistics” бюллетени маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

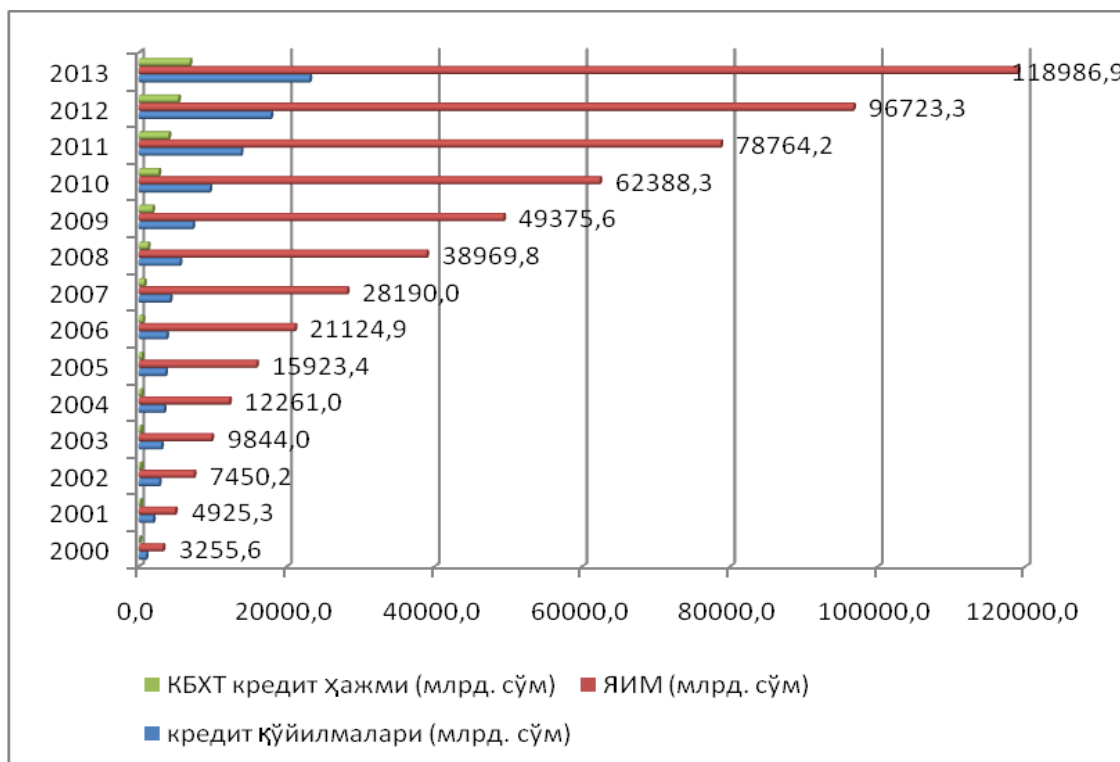


2.1-расм. ЯИМ ва кредит қўйилмасининг динамикаси (млрд. сўм)⁵⁸

Биз қуйидаги расм маълумотлари орқали республикада макроиктисодий монетар индикаторларнинг динамикасини кўриб чиқамиз.

2.1-расм маълумотларидан кўринадики, 2000-2013 йиллар мобайнида мамлакатимизда ЯИМ нинг номинал миқдори ўсиш тенденциясига эга бўлган. Бу эса, макроиктисодий барқарорликни таъминланганлигидан гувоҳлик берувчи муҳим кўрсаткичлардан бири ҳисобланади. Ушбу макроиктисодий ўсишни таъминлашда монетар омиллар муҳим ўрин тутди. Расмда келтирилган маълумотлардан кўринадики, таҳлил қилинган давр мобайнида тижорат банклари томонидан хўжалик юритувчи субъектларга ва аҳолига берилган кредитлар миқдори юқори ўсиш суръатларига эга бўлган. Мазкур ўсиш иқтисодиётнинг пул маблағлари билан таъминланиш даражасини оширишга, ишлаб чиқариладиган маҳсулотлар ва кўрсатилган хизматлар ҳажмини оширишга хизмат қилади.

⁵⁸ Статистик маълумотлар асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

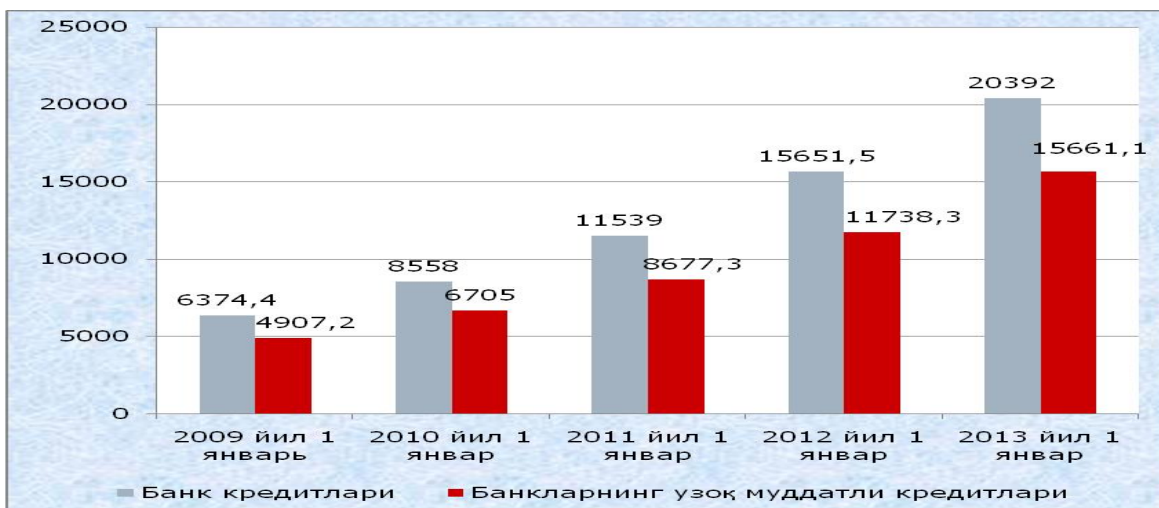


2.2 – расм. Ўзбекистон Республикасида ЯИМ ва тижорат банклари кредитлари, КБХТ кредитлари, млрд. сўм

Шуниси аҳамиятлики, республикаимиз тижорат банкларининг ўз маблағлари ва жалб қилинган маблағлари ҳисобидан берилаётган кредитларнинг аксарият қисми узоқ муддатли бўлиб, улар асосан иқтисодиётнинг стратегик тармоқларини модернизация қилиш, кичик бизнес ва хусусий тадбиркорлик субъектларини қўллаб-қувватлаш бўйича инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш мақсадларига йўналтирилмоқда.

Банклар фаолиятида, ўтган йиллардаги каби, инвестиция фаолиятига катта эътибор қаратилди. 2015 йилда иқтисодиётнинг реал секторига йўналтирилган кредитлар ҳажми 2014 йилга нисбатан 1,3 баробар ошди. 2016 йил 1 апрел ҳолатига кўра 44,1 трлн. сўмни ташкил этди. Ажратилган кредитларнинг 76 фоиздан зиёди уч йилдан ортиқ муддатга берилган узоқ муддатли кредитлар экани, айниқса, эътиборга молик⁵⁹.

⁵⁹ Каримов И.А. 2014 йил юқори ўсиш суръатлари билан ривожланиш, барча мавжуд имкониятларни сафарбар этиш, ўзини оқлаган ислохотлар стратегиясини изчил давом эттириш йили бўлади. – Тошкент, "Ўзбекистон", 2013. – 62 б.



2.3-расм. Ўзбекистон Республикаси тижорат банкларининг банк кредитлари (млрд. сўм)⁶⁰

Қуйидаги жадвалда Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси ва инфляциянинг йиллик даражаси ўртасидаги алоқадорлик ва мутаносиблик даражасига баҳо берамиз. Жадвалга эътибор берадиган республикамизда қайта молиялаш ставкаси 2000-2006 йилгача пасайиш тенденциясига эга бўлган бўлса, 2007-2010 йилгача 14,0 фоиз атрофида сақланиб турилган. 2011-2013 йиллар оралиғида 2 фоизга пасайтирилиб 12 фоиз қилиб белгиланди.

2014 йил 1 январдан қайта молиялаштириш ставкаси 10 фоиз қилиб белгиланди. Ушбу 2 фоизга пасайтирилиши мамлакат иқтисодиётининг макроиқтисодий кўрсаткичларига таъсир қилишининг эконометрик таҳлилини кейинги параграфларимизда кўриб чиқамиз.

2005-2009 йиллар мобайнида Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси ўзгармасдан, 14% даражасида бўлди. Бу эса, инфляциянинг белгиланган прогноз кўрсаткичларини бажариш мақсадида амалга оширилган чора - тадбир ҳисобланади. Масалан, 2009 йил учун инфляциянинг йиллик прогноз кўрсаткичи 7-9% қилиб белгиланган эди. Амалда унинг 2009 йилдаги йиллик даражаси 7,4 фоизни ташкил қилди.

⁶⁰ Статистик маълумотлар асосида тайёрланди.

2.1-жадвал

Ўзбекистон Республикаси Марказий банк қайта молиялаш ставкаси ва инфляция даражаси ўзгариш динамикаси⁶¹

Йиллар	Қайта молиялаш ставкаси, (ўртача) %	Инфляция даражаси, %	Фарқи
2000	27,8	28,2	-0,4
2001	24,0	26,6	-2,6
2002	30,0	21,6	8,4
2003	25,7	6,8	18,9
2004	18,8	3,7	15,1
2005	16,0	7,8	8,2
2006	14,8	6,8	8,0
2007	14,0	6,8	7,2
2008	14,0	7,8	6,2
2009	14,0	7,4	6,6
2010	14,0	7,3	6,7
2011	12,0	7,6	4,4
2012	12,0	7,0	5,0
2013	12,0	6,8	5,2
2014	10,0	6,0	4,0
2015	9,0	5,6	3,4

Агар 2009 йилнинг бошида инфляциянинг йиллик даражаси пасайтирилганда эди, у ҳолда, инфляциянинг йиллик даражасини белгиланган прогноз кўрсаткичларини бажариш хавф остида қолган бўлар эди.



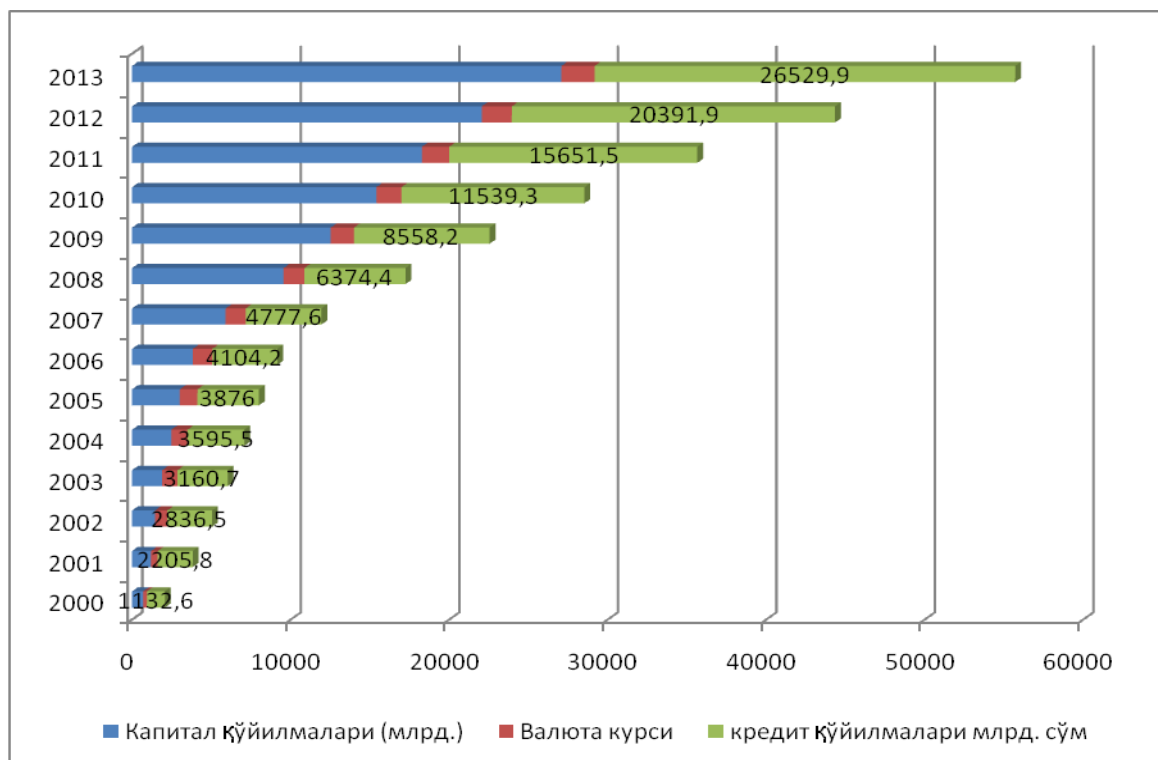
2.4 – расм. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг қайта молиялаш ставкаси ва инфляциянинг йиллик даражаси, %

⁶¹ Статистик маълумотлар асосида тайёрланди.

Худди шундай ҳолатни 2011-2013 йилларда ҳам кузатиш мумкин бўлади.

2005-2015 йиллар мобайнида ЯИМ нинг ўсиш суръатлари барқарор бўлган. Бу эса, республикамиз тижорат банклари кредит қўйилмаларининг юқори ўсиш суръатига эга бўлганлигидан ва ташқи савдо айланмаси ижобий қолдиғининг ўсиш тенденциясига эга бўлганлиги билан изоҳланади. Таҳлил қилинган давр мобайнида ташқи савдо айланмасининг ижобий сальдосини юқори ўсиш суръатига эга бўлганлиги ички валюта бозоридаги хорижий валюталар таклифига ижобий таъсир кўрсатади.

Тижорат банкларининг юридик ва жисмоний шахслар учун фоиз ставкаларини ўзгариши йиллар довомида ўзгариб бормокда. Ўз навбатида, республикамиз тижорат банклари депозитлари ва умумий капиталининг ўсиш тенденциясига эга бўлганлиги уларнинг кредит қўйилмалари ҳажмининг юқори суръатларида ўсишига сабаб бўлди.



2.5 – расм. Ўзбекистон Республикаси миллий валютаси-сўмнинг номинал алмашув курси, капитал қўйилмалар ва кредит қўйилмаларини ўзгариши⁶²

⁶² Статистик маълумотлар асосида тайёрланди.

2.5-расм маълумотларидан кўринадик, таҳлил қилинган давр мобайнида миллий валюта-сўмнинг девальвация суръатига эга бўлганлиги кузатилди. Бу эса, республикаимиз импортёрларининг хорижий валюталардаги тўловлари миқдорининг ошишига олиб келади ва инвестицион лойиҳаларни молиялаштириш самарадорлигига нисбатан салбий таъсирни юзага келтиради.

2005-2015 йилларда инфляциянинг йиллик даражасини барқарор тарзда сақлаб туришга муваффақ бўлинганлиги миллий валютанинг барқарорлигини таъминлашга хизмат қилган. Шунингдек, ташқи савдо айланмасининг ижобий сальдога эга эканлиги, давлат бюджетининг профицит билан бажарилаётганлиги миллий валютанинг барқарорлигига ижобий таъсир кўрсатади.

Республикаимизда хорижий валюталарга бўлган талабни шакллантиришда хўжалик юритувчи субъектларнинг жорий ҳисобварақларида тўпланадиган маблағлар асосий ўринни эгаллайди. Шу жиҳатдан олганда, мазкур ҳисобварақлардаги маблағларнинг тўпланишига йўл қўймаслик чораларини кўриш муҳим ҳисобланади. Бунинг учун, фикримизча, қимматли қоғозлар бозори механизмларидан ҳамда тижорат банклари молиявий хизматларидан фойдаланишни кучайтириш лозим. Ўтиш иқтисодиёти мамлакатларининг кўпчилигида, шу жумладан, Ўзбекистон Республикасида экспорт тушуми хорижий валюталар таклифининг барқарорлигини, экспортни диверсификациялаш даражасини ошириш миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш нуқтаи-назаридан муҳим амалий аҳамият касб этади. Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов таъкидлаганларидек, “экспорт қилинадиган маҳсулотларимиз таркибини ва умуман, ташқи савдо айланмасини янада диверсификация қилиш долзарб масала бўлиб қолмоқда”. Кейинги вақтда, жаҳон бозорида нарҳи кескин тушиб кетган

хом ашё ресурсларини экспорт қилиш амалиётидан имкон қадар тезроқ қутулиб, тайёр рақобатдош маҳсулотлар экспортини фаол ошириш ва маҳсулотлар етказиб бериладиган мамлакатлар географиясини янгида кенгайтиришимиз керак”⁶³. Миллий валютанинг барқарорлигига хорижий валюталарга бўлган талабнинг ўзгариши бевосита ва кучли таъсир кўрсатади. Хорижий валюталарга бўлган талабнинг кескин ошиши, хорижий валюталар таклифи камаймаган шароитида ҳам, миллий валютанинг номинал алмашув курсига нисбатан кучли босим юзага келтиради. Шу сабабли, хорижий валюталарга бўлган талабнинг кескин ошиб кетишига йўл қўймаслик миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш жиҳатидан амалий аҳамият касб этади.

Демак, ҳозирги даврда, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки қайта молиялаш сиёсати доирасида амалга ошириладиган дисконт операцияларининг мавжуд эмаслиги, ломбард операцияларининг эса ривожланмаганлиги, фикримизча, қисқа муддатли даврий оралиқларда, Марказий банкнинг тижорат банкларига бериладиган муддатли кредитларининг ҳажмини ошириш йўли билан миллий ссуда капиталлари бозоридаги ресурслар таклифига ва кредитларнинг ўртача бозор даражасига таъсир этиш заруриятини юзага келтиради.

Ушбу ўринда табиий бир савол туғилиши мумкин, яъни Марказий банкнинг қайта молиялаш сиёсати орқали тижорат банкларининг кредит эмиссиясини рағбатлантирилиши муомаладаги пул массасининг кескин ошишига ва шунинг асосида инфляцияни кучайишига олиб келмайдими? Чунки М.Фридменнинг пул-кредит концепциясидаги муҳим қоидалардан бири бўлиб, тижорат банклари кредит эмиссиясининг кескин ошиши муомаладаги пул массасининг ошишига ва шунинг асосида инфляциянинг кучайишига олиб келади, деган қоида ҳисобланади. Аммо бизнинг фикримизча, М.Фридменнинг ушбу қоидаси Ўзбекистон иқтисодиёти

⁶³ Каримов И.А. Асосий вазифамиз-Ватанимиз тараққиёти ва халқимиз фаровонлигини янада юксалтиришдир. – Тошкент: Ўзбекистон, 2010. – Б.64.

ривожланишининг ҳозирги даврида ўз исботини топмайди. Бунинг сабаби шундаки, ҳозирги даврда, республикамизда иқтисодиётнинг банк активлари ва кредитлари билан таъминланиш даражаси нисбатан паст.

2.2. Монетар инструментлар ва монетар индикаторлар ўртасидаги алоқадорликнинг эконометрик таҳлили

Марказий банк томонидан рестрикцион монетар сиёсат амалга оширилганда одатда қайта молиялаш ставкаси оширилади. Бунинг натижасида тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкалари кўтарилади, яъни банк кредитлари қимматлашади. Бу эса, ўз навбатида, кредит олувчилар сони ва берилаётган кредитларнинг камайишига олиб келади. Бундай шароитда монетизация коэффиценти даражасининг пасайиши кузатилади. Шунингдек, рестрикцион монетар сиёсат тижорат банкларининг ликвидлилигига нисбатан кучли салбий таъсирни юзага келтириши мумкин. Шу сабабли, рестрикцион монетар сиёсат макроиқтисодий ўсиш суръатларининг пасайишига олиб келади. Лекин шу ўринда таъкидлаш жоизки, рестрикцион монетар сиёсат тижорат банкларининг кредит эмиссияси ҳажмини қисқартириш орқали инфляция даражасини пасайтириш имконини беради.

Юқоридаги жадвал натижаларига асосан кредит қуйилмаларига қайта молиялаштириш ставкаси, инфляциянинг умумий даражаси ва кредитларнинг ўртача фоиз ставкалари катта таъсир ўтказиши яққол кўриниб турибди.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки қайта молиялаш ставкасининг 2001 йилдан 2006 йилга қадар пасайиш тенденциясига эга бўлганлиги. 2006-2008 йилларда ўзгармасдан 14 % даражасида сақланиб қолганлиги тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкаларини пасайишига олиб келди. Бу эса, ўз навбатида, аҳоли ва хўжалик юритувчи субъектларнинг тижорат банклари кредитларидан фойдаланиш

даражасининг ошишига олиб келди. Марказий банкнинг қайта молиялаштириш сиёсати деганда унинг тижорат банкларини кредитлаш билан боғлиқ тадбирлари мажмуи ҳисобланади. Барча мамлакатларда, шу жумладан, Ўзбекистон Республикасида Марказий банк тижорат банклари учун сўнгги поғонадаги кредитор ҳисобланади. Шу билан бирга, ҳукуматнинг иқтисодий сиёсати доирасида молиялаштирилаётган муҳим тадбирлар ва инвестицион лойиҳалар марказлашган ресурслар ҳисобидан тижорат банклари орқали молиялаштирилади. Шунингдек, Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси инструментида ҳам пул бозоридаги фоиз ставкаларини бошқаришда ҳамда иқтисодий ўсиш жараёнларини рағбатлантириш мақсадида фойдаланилди. Инфляция даражаси, пул массаси ҳажмининг, иқтисодиётнинг кредит ресурсларига бўлган талабини етарли даражада қондириш ва бошқа макроиқтисодий кўрсаткичларнинг 2013 йилга белгиланган мақсадли параметрларидан келиб чиқиб, Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси 2013 йил мобайнида йиллик 12 фоиз миқдорида сақлаб турилди. 2014 йилнинг 1 январидан қайта молиялаш ставкаси 10 фоизга туширилди, 2015 йилга келиб эса бу кўрсаткич 9% фоизни қилиб белгиланди⁶⁴. Қайта молиялаш ставкасини тушурилиши пул бозорида молиявий ресурсларга бўлган талаб ва таклифнинг мувозанатини сақлашга, реал сектор корхоналарининг инвестицион имкониятини оширишга, иқтисодиётни кредитлаш ҳажмини янада кенгайтириш ва айти пайтда тижорат банклари ресурс базасининг барқарорлигини таъминлашга хизмат қилади. Бундан ташқари аҳолини ижтимоий ҳимоялаш мақсадида ипотека кредити билан таъминлашда муҳим рол ўйнайди. Мамлакатимизда ижтимоий соҳани ислоҳ этиш борасида амалга оширилаётган чора-тадбирлар тизимида қишлоқ аҳоли пунктларининг қиёфасини тубдан ўзгартириш, намунавий лойиҳалар асосида янги уй-жойлар қуриш, қишлоқда моҳият эътибори билан янги инфратузилмани шакллантириш

⁶⁴ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида тайёрланди.

ҳисобидан қишлоқ аҳлининг ҳаётини янада яхшилашга алоҳида эътибор қаратилмоқда. Бугунги кунда қайта молиялаш ставкасининг тушурилиши аҳолини уй-жой билан таъминлаш масаласини ҳал этишда муҳим рол ўйнайди. Президентимиз ўз маърузаларида “Бугунги кунда аҳолини ҳар томонлама шинам ва қулай уй-жойлар билан таъминлаш, уй-жой массивлари атрофидаги инфратузилмаларни обод қилиш юзасидан олиб борилаётган улкан ишлар одамларнинг кайфияти ва дунёқарашига, уларнинг ҳаёт сифатига қандай кучли таъсир кўрсатаётгани ҳақида ортиқча гапириш ҳажати йўқ” – деб таъкидлайдилар⁶⁵.

2.2-жадвал

Ўзбекистон Республикаси макроиктисодий кўрсаткичлари динамикаси⁶⁶

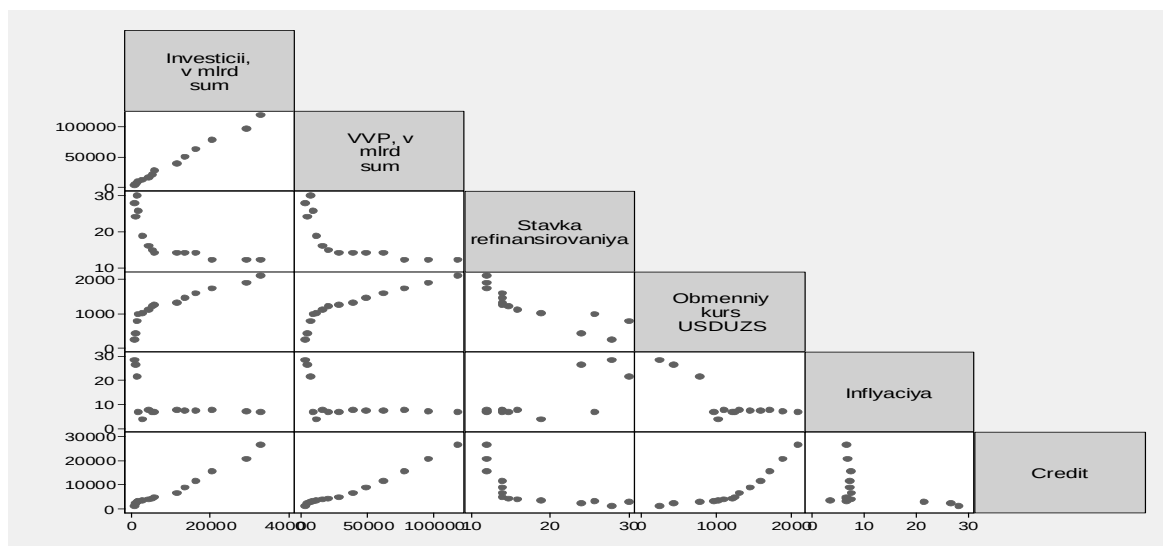
Йиллар	Инвестиция, млрд. сўм	ЯИМ, млрд. сўм	Қайта молиялаштириш ставкаси, %	Валюта курси	Инфляция, %	Кредит кўйилмалари, млрд. сўм
2000	744,5	3255,6	27,9	237,8	28,2	1132,6
2001	1320,9	4925,3	24	430,0	26,6	2205,8
2002	1526,6	7450,2	30	774,4	21,6	2836,5
2003	1978,1	9844	25,8	971,5	6,8	3160,7
2004	2629,0	12261	18,9	1020,2	3,7	3595,5
2005	3165,2	15923,4	16	1114,0	7,8	3876
2006	4041,0	21124,9	14,8	1219,3	6,8	4104,2
2007	5903,5	28190	14	1263,7	6,8	4777,6
2008	9555,9	38969,8	14	1321,1	7,8	6374,4
2009	12531,9	49375,6	14	1467,5	7,4	8558,2
2010	15338,7	62388,3	14	1587,7	7,3	11539,3
2011	17953,4	78764,2	12	1716,1	7,6	15651,5
2012	22797,3	96723,37	12	1888,7	7	20391,9
2013	27557,3	118986,9	12	2097,2	6,8	26529,9
2014	34231,4	144089,3	10	2134,5	6,0	31424,6
2015	38232,7	171369,4	9	2432,6	5,6	34234,1

⁶⁵ Каримов И.А. 2014 йил юқори ўсиш суръатлари билан ривожланиш, барча мавжуд имкониятларни сафарбар этиш, ўзини оклаган ислохотлар стратегиясини изчил давом эттириш йили бўлади. – Тошкент: Ўзбекистон, 2013. – Б. 62.

⁶⁶ Статистик маълумотлар асосида тайёрланди.

Республикамизда тижорат банклари томонидан берилаётган имтиёзли кредитларнинг фоиз ставкалари Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасига боғлиқ равишда белгиланади. Ушбу ҳолат ҳам Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси билан тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкалари ўртасидаги алоқадорликнинг кучайишига хизмат қилади. Масалан, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 10 ноябрдаги ПФ-4051-сонли Фармонида мувофиқ, микрокредитлар бизнесни ривожлантириш ва айланма маблағларни тўлдириш учун кичик тадбиркорлик субъектларига (микрофирмалар, кичик корхоналар, деҳқон ва фермер хўжаликларига) Марказий банк қайта молиялаш ставкасининг 50 фоизидан ошмаган ставкада энг кам иш ҳақининг 500 бараваригача миқдорда 24 ой муддатга берилади.

Бундан ташқари юқоридаги жадвалдан кўриниб турибдики, тижорат банкларининг кредит қўйилмаларига қайта молиялаштириш ставкаси ва тижорат банкларининг қисқа муддатли кредитларининг ўртача йиллик фоиз ставкаси тесқари таъсир қилади. Бошқача қилиб айтганда, тижорат банклари қисқа муддатли кредитларининг ўртача йиллик фоиз ставкаси ва қайта молиялаштириш ставкасининг ўсиши тижорат банкларининг кредит қўйилмаларининг пасайишига олиб келади. Юқоридаги жадвал маълумотлари асосида уларнинг ўзаро боғлиқлик графигини чизиб оладиган бўлсак қуйидаги кўринишга эга бўлади.



2.6-расм. Кўрсаткичлар ўртасидаги ўзаро боғлиқлик графиги⁶⁷.

Ушбу ўзаро боғлиқлик графигини логарифмик трансформация функцияси кўринишида қуйидагича тасвирлаймиз.

$$\ln(\text{invest}) = \beta_0 + \beta_1 \text{gdp}_g + \beta_2 \ln(\text{refin}) + \beta_3 \ln(\text{forex}) + \beta_4 \ln(\text{infl}) + \beta_5 \ln(\text{credit}) + u$$

Бу ерда, invest – инвестиция ҳажми,

gdp_g – ЯИМ,

refin – қайта молиялаш ставкаси,

forex – миллий валюта алмашув курси,

infl – инфляция даражаси,

credit – кредит қўйилмаси,

β_0 – ўзгармас,

u – ихтиёрий сон.

reg lninvest gdp_g lrefin lforex linfl lcredit							
Source	SS	Df	MS		Number of obs	=	13
Model	15.1930044	5	3.03860089		F (5, 7)	=	129.50
Residual	.164251623	7	.023464518		Prob > F	=	0.0000
Total	15.3572561	12	1.27977134		R-squared	=	0.9893
					Adj R-squared	=	0.9817
					Root MSE	=	.15318
lninvest	Coef.	Std. Err.	t	P> (t)	[95% conf.	Interval]	
gdp_g	.0132807	.0170424	0.78	0.461	-.027018	.0535795	
lrefin	-1.183837	.2824079	-4.19	0.004	-1.851626	-.5160489	
lforex	.9971048	.381024	2.62	0.035	.0961261	1.898083	
linfl	.0187808	.3017478	0.06	0.952	-.6947393	.732301	
Lcredit	.6384194	.2071212	3.08	0.018	.1486556	1.128183	
_cons	-.9944075	2.39402	-0.42	0.690	-6.655365	4.666551	

2.7-расм. Моделни бажариш натижаси (STATA).

⁶⁷ Жадвал маълумотлари асосида регрессион таҳлил натижасига асосан ишлаб чиқилган.

Олинган натижалар асосида регрессия коэффиценти 0.989 га тенг бўлиб ишончли ҳисобланади. Унинг умумий формуласи қуйидагича бўлади.

$$\ln(invest) = -0,994 + 0.013 \cdot gdp_g - 1,183 \cdot \ln(refin) + 0,997 \cdot \ln(forex) + 0.019 \cdot \ln(infl) + 0.638 \cdot \ln(credit)$$

Регрессион таҳлил шуни кўрсатмоқдаки қайта молиялаш ставкаси иқтисодиётга инвестиция жалб этишда энг муҳим омиллардан бири экан. Яъни ҳосил бўлган эконометрик формулага асосан қайта молиялаш ставкасини 1 фоизли пунктга туширилиши иқтисодиётга инвестиция ҳажмини 1,18 фоизли пунктга оширишга олиб келади.

2.3-жадвал

Ўзбекистон Республикасининг асосий макроиқтисодий кўрсаткичларининг ўзгариш динамикаси, 2000-2013 йй. (млрд. сўм)⁶⁸

Йиллар	Кредит қўйилмалари	Инвестиция ҳажми	ЯИМ
2000	974,3	696,3	3255,6
2001	1924,9	1194,3	4925,3
2002	2744,1	1442,4	7450,2
2003	3043,2	1899,3	9844,0
2004	3409,6	2473,2	12261,0
2005	3601,7	3012,9	15923,4
2006	3748,9	3838,3	21124,9
2007	4225,1	5903,4	28190,0
2008	5549,5	9555,9	38969,8
2009	7293,5	12531,9	49375,6
2010	9595,4	15409,1	62388,3
2011	13819,1	18291,3	78764,2
2012	17856,3	22067,0	96723,3
2013	23116,5	27088,4	118986,9
2014	31424,6	34231,4	134253,9
2015	34234,1	38232,7	146345,6

⁶⁸ Статистик маълумотлар асосида таёрланди.

Жумладан, 2014 йил 1 январдан қайта молиялаш ставкасининг 10 фоизга туширилиши иқтисодиётга инвестициялар ҳажмини 2,36 фоизли пунктга ошириш имконини беради.

Қайта молиялаш ставкасининг туширилиши иқтисодиётга кредитга бўлган талабнинг ортишига олиб келади. Ўз навбатида кредитнинг ошиши натижасида мамлакат ЯИМ нинг қанчага ошишини эконометрик таҳлилини кўриб чиқамиз.

Берилган маълумотлардан фойдаланиб регрессион таҳлил асосида ўзаро боғлиқлик функциясини қуйидагича тузиб чиқамиз.

$$Y = 326.5 + 1.38cred + 3.22invest$$

Детерминация коэффиценти $R^2 = 0,998$ га тенг бўлиб боғлиқлик жуда кучли эканлигидан далолат беради. Ушбу формулани таҳлил қиладиган бўлсак, тижорат банклари томонидан бериладиган кредитлар ҳажми 1 млрд. сўмга ошиши ЯИМ ни 3,22 млрд. сўмга ошишига олиб келади.

Қайта молиялаш ставкасининг тушуши натижасида унинг ипотека бозоридаги таъсирини регрессион таҳлилини кўриб чиқамиз. Мазкур корреляцион таҳлил ёрдамида ИҚХ динамикаси билан ЯИМ, монетар ва фискал сиёсат дастакларининг асосий кўрсаткичлари динамикаси ўртасидаги боғлиқликлигини аниқлаш мақсадида 2.4-жадвал тузилди.

2.3-жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики макроиқтисодий кўрсаткичлар ва ипотека кредит ҳажми улар ўртасидаги корреляцион боғлиқлик кучли эканлигини билдиради. Шунингдек, ИҚХ ва ЯИМнинг ўзгариш даражаси боғлиқликлари $R^2=0,956$ ва ИҚХ билан аҳоли даромадларининг ўзгариши қай даражада боғлиқ эканлигини аниқлаганимизда ва $R^2=0,947$ га тенг эканлиги аниқланди.

2.4-жадвал.

ЯИМ, монетар, фискал сиёсат ва ипотека кредитлари ҳажми (ИКХ) кўрсаткичлари динамикаси⁶⁹

Йиллар	ИКХ (млрд. сўм) Y*	ЯИМнинг реал ўсиши, %да X ₁	Қайта молияла штириш ставкаси , %да X ₂	Мажбурий захира нормаси, %да X ₃	Даромад солиғи юқори ставкаси, %да X ₄	Аҳоли даромадлари (млрд. сўм) X ₅
2001	0,874	104,2	26,8	20	36	3605,6
2002	1,627	104,2	34,5	20	33	5196,7
2003	2,159	104,4	20	20	32	6490,4
2004	2,475	107,7	18,8	20	30	7781,6
2005	2,495	107	16	15	30	9989,8
2006	4,599	107,3	14	15	29	12954,9
2007	68,983	109,5	14	13	25	16872,7
2008	135,14	109	14	15	25	22626,3
2009	156,04	108,1	14	14	22	28644,8
2010	203,2	108,5	14	14	22	37897,1
2011	207,3	108,3	12	15	22	46651,3
2012	211,5	108,2	12	12	22	54815,2
2013	215,1	108,0	12	10,5	22	63585,6
2014	221,4		10	10,5	22	
2015	229,6		9	10,5	22	

Ушбу кўрсаткич ЯИМ ва аҳоли даромадларининг ўсиши ИКХнинг ортиши билан бевосита кучли боғлиқлиқдалигини билдиради. Натижавий омил сифатида ИКХ суммаси, таъсир этувчи омиллар сифатида эса,

⁶⁹ Ўзбекистон иктисодиёти. Ахборот ва таҳлилий шарҳ. Йиллик нашрлари ва Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

* Тижорат банклари томонидан банкрот корхоналарни уларга олдинги берилган қредтлари учун (мол-мулкни ҳисобга олган ҳолда) банк балансига қабул қилинганлиги муносабати билан ипотека кредити ҳажми ошган.

ЯИМнинг реал ўсиши, қайта молиялаштириш ставкаси, мажбурий захира нормалари, даромад солиғи юқори ставкаси ва аҳоли даромадлари олинди.

2.5-жадвал

ЯИМ, аҳоли даромадлари ва ипотекани кредитлаш ҳажмининг корреляцион боғлиқлиги (2003-2015 йиллар)

	Ялпи ички маҳсулот (ЯИМ)	Аҳоли даромадлари (АД)	Ипотека кредитлари ҳажми (ИКХ)
Ялпи ички маҳсулот (ЯИМ)	1	+0.999	+0.956
Аҳоли даромадлари (АД)		1	+0.947
Ипотека кредитлари ҳажми (ИКХ)			1

Жадвал маълумотларини компьютер дастури ёрдамида қайта ишлаш асосида қуйидаги натижаларга эга бўлдик:

2.6-жадвал.

Ипотека кредити ҳажмига таъсир этувчи омилларнинг боғлиқлиги даражасининг регрессияли таҳлили⁷⁰

Регрессион статистика			
Кўпайтирилган R	0,976296369		
R-квадрат	0,953154601		
Нормаланган R-квадрат	0,919693602		
Стандарт хато	27,10409104		
Кузатув	13		
	Коэффициентлар	Стандарт хато	t-статистика
Ҳ-кесишувчи	458,1796	1408,7785	0,3252
ЯИМ X 1	1,7443	11,6199	-0,1501
Қайта молиялаштириш ставкаси X 2	5,3573	5,3513	1,0011
Мажбурий захира нормаси X 3	1,4823	5,5542	-2,4274
Даромад солиғи юқори ставкаси X 4	0,0028	0,0010	2,7724
Аҳоли даромадлари X 5	1,9312	2,4174	0,7989

Олинган натижалардаги коэффициент миқдорларининг боғлиқлик даражасини ифодаловчи R^2 коэффициенти 0,97 га тенг бўлди. Демак, бу ҳолат мазкур иқтисодий кўрсаткичлар ўртасида кучли боғланиш борлигини билдиради. Демак, ушбу омилларни ҳар бирини алоҳида яқка ҳолда таҳлил этиб, қолган омиллар ўзгаришсиз деб қаралганда энг муҳим

⁷⁰ Microsoft Excel компьютер дастури ёрдамида мултиф томонидан ҳисоблаб чиқилган

таъсирдан бири қайта молиялаш ставкасининг туширилиши билан боғлаш мумкин, яъни натижавий омил билан таъсир этувчи омиллар ўртасидаги корреляцион боғланишни ифодаладиган регрессиянинг чизиқли тенгламасини қуйидагича акс эттириш мумкин:

$$Y_x = 1,7443x_1 + 5,3573x_2 + 1,4823x_3 + 0,0028x_4 + 1,9312x_5 + 458,1796$$

Бунда, Y_x - ипотека кредити ҳажми

x_1 - ЯИМнинг реал ўсиши

x_2 - қайта молиялаштириш ставкаси

x_3 - мажбурий захира нормаси

x_4 - даромад солиғи юқори ставкаси

x_5 - аҳоли даромадлари

Бу иқтисодий кўрсаткичларнинг ҳар бирини ипотека кредити ҳажмига таъсир этувчи омил сифатида ўрганадиган бўлсак, ЯИМнинг бир фоизга ошиши бошқа омиллар таъсири ўзгармаган ҳолда ипотека кредити ҳажмининг ўртача 1,74 млн. сўмга ошишига олиб келади, қайта молиялаштириш ставкасининг аксинча бир фоизга тушиши эса ипотека кредити ҳажмининг ўртача 5,35 млн. сўмга оширади, мажбурий захира нормасини бир фоизга тушириш бошқа омиллар ўзгаришсиз қолганда ипотека кредити ҳажмининг ўртача 1,48 млн. сўмга ошириши мумкин, аҳоли даромадларининг бир млрд. сўмга ошиши ипотека кредити ҳажмининг ўртача 1,93 млн. сўмга ўсишига олиб келиши мумкин.

Марказий банкнинг қайта молиялаштириш ставкасини ва мажбурий захира нормасини оптимал меъёрларда пасайтириш орқали тижорат банклари депозитлари ва кредитлари фоиз ставкаларининг барқарорлигига эришиш асосида ипотека кредитларига бўлган талабнинг мўътадил даражасини таъминлаш мумкин.

Хулоса қилиб айтганда, биринчидан, Ўзбекистон Республикасида Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси билан тижорат банклари

кредитларининг фоиз ставкалари ва кредит қуйилмалари миқдори ўртасида бевосита алоқадорлик мавжуд; иккинчидан, Марказий банкнинг мажбурий захира ставкаларининг ўсиши тижорат банкларининг миллий валютадаги депозитлари миқдорининг ўсишига тескари мутаносибликда таъсир кўрсатмоқда; учинчидан, мажбурий захира ставкаларининг депозитларнинг суммаси ва муддатига боғлиқ равишда табақалаштирилмаганлиги банklar муддатли депозитларининг брутто депозитлар ҳажмидаги салмоғини оширишга тўсқинлик қилмоқда.

Тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкаларини паст даражада сақлаб турилиши аҳоли ва хўжалик юритувчи субъектларнинг банк кредитларидан фойдаланиш даражасининг ошишига олиб келади. Бу эса, ўз навбатида, ишлаб чиқарилаётган маҳсулотлар ва кўрсатилаётган хизматлар ҳажмининг ошишига имконият яратади.

Иккинчи боб бўйича хулосалар:

Хулоса қилиб айтганда, биринчидан, Ж. Кейнс томонидан амалга оширилган таҳлилда пулларга бўлган талаб фоиз меъёрининг функцияси сифатида, М.Фридмен талқинида эса, номинал даромаднинг функцияси сифатида қаралади; иккинчидан, Ж.Кейнснинг узатиш механизмига кўра, экспансионистик пул-кредит сиёсати фоиз ставкаларининг пасайишига олиб келади; учинчидан, Ўзбекистон Республикаси иқтисодиётининг ҳозирги модернизациялаш босқичида монетизация коэффициентининг амалдаги даражаси ва тижорат банклари кредит эмиссияси даражасининг пастлиги монетаристик рестрикцион пул-кредит сиёсатини қўллаш имконини бермайди; тўртинчидан, Ж.Кейнснинг пуллар таклифини рағбатлантиришга қаратилган “Арзон пуллар” назариясини республикамиз амалиётида қўллаш аҳоли ва корхоналарнинг тўловга қобил талаби даражасини кескин ошириш имконини беради ва бунинг натижасида

миллий иқтисодиётнинг пул маблағлари билан таъминланганлик даражаси ошади.

Эконометрик таҳлиллар асосида монетар сиёсатнинг энг муҳим инструментларидан бири қайта молиялаш ставкасини ўзгариши иқтисодиётимизнинг макроиқтисодий кўрсаткичларига таъсири бўйича қуйидаги хулосалар шакллантирилди:

- қайта молиялаш ставкасини 1 фоизли пунктга туширилиши иқтисодиётга инвестиция ҳажмини 1,18 фоизли пунктга оширишга олиб келади. Жумладан, 2014 йил 1 январдан қайта молиялаш ставкасининг 10 фоизга туширилиши иқтисодиётга инвестициялар ҳажмини 2,36 фоизли пунктга ошириш имконини беради ва бу ҳолат яна 2015 йилда 1,18 фоизли пунктга оширишга замин яратилди.

- тижорат банклари томонидан бериладиган кредитлар ҳажми 1 млрд. сўмга ошиши ЯИМ ни 3,22 млрд. сўмга ошишига олиб келади.

- ЯИМнинг бир фоизга ошиши бошқа омиллар таъсири ўзгармаган ҳолда ипотека кредити ҳажмининг ўртача 1,74 млн. сўмга ошишига олиб келади, қайта молиялаштириш ставкасининг аксинча бир фоизга тушиши эса ипотека кредити ҳажмининг ўртача 5,35 млн. сўмга оширади, мажбурий захира нормасини бир фоизга тушириш бошқа омиллар ўзгаришсиз қолганда ипотека кредити ҳажмининг ўртача 1,48 млн. сўмга ошириши мумкин, аҳоли даромадларининг бир млрд. сўмга ошиши ипотека кредити ҳажмининг ўртача 1,93 млн. сўмга ўсишига

III-БОБ. ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ МАРКАЗИЙ БАНКИ МОНЕТАР СИЁСАТИНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ ВА УНИНГ ИҚТИСОДИЁТНИ РИВОЖЛАНТИРИШДАГИ РОЛИНИ ОШИРИШ ИСТИҚБОЛЛАРИ

3.1. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки монетар сиёсатини такомиллаштириш ва унинг иқтисодиётни ривожлантиришдаги ролини ошириш билан боғлиқ бўлган муаммолар

Диссертацион тадқиқотни бажариш жараёнида Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг монетар сиёсатини такомиллаштириш ва унинг иқтисодиётни ривожлантиришдаги ролини ошириш билан боғлиқ бўлган қатор муаммоларнинг мавжудлигига гувоҳ бўлдик. Улардан асосийлари фикримизча қуйидагилардан иборат:

1. Республикамизда банклараро кредитлар бозорининг ривожланмаганлиги Марказий банк қайта молиялаш сиёсатининг таъсирчанлиги, самарадорлигига салбий таъсир кўрсатади. Бунинг сабаби шундаки, биринчидан, банклараро кредитлар бозоридагина депозитлар ва кредитларнинг бозор баҳоси аниқланади ва кредит ресурсларига бўлган талаб ва таклифнинг амалдаги ҳолатини баҳолаш ва прогнозлаш имкони юзага келади; иккинчидан, талаб ва таклиф асосида шаклланган фоиз ставкасигина ссуда капиталлари ҳаракатини тартибга солишнинг бозор регулятори ҳисобланади.

Банклараро кредитлар бозори ривожланмаган шароитда Марказий банк томонидан тижорат банкларига бериладиган кредитларнинг миқдорини ошириш йўли билан миллий валютадаги пулларга бўлган талабга ва улар таклифига таъсир этишнинг аҳамияти ошади. Лекин бунинг учун, биринчидан, тижорат банклари Марказий банк кредитларини қисқа вақт ичида, тезкор тарзда олиш имконига эга бўлишлари лозим;

иккинчидан, Марказий банк қайта молиялаш инструментларининг (ломбардли кредитлар, овернайт, муддатли кредитлар, дисконтли кредитлар, овердрафт) деярли барчасига эга бўлиши лозим. Акс ҳолда, Марказий банкнинг қайта молиялаш кредитлари ҳажмини ошириш имконияти чегараланиб қолади. Масалан, ҳозирги даврда Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг дисконтли, ломбардли кредитлари мавжуд эмас. Бу эса, ўз навбатида, тижорат банкларининг дисконтли ва ломбардли кредитларга бўлган талабларини қондирилмай қолишига сабаб бўлади.

Айрим ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида марказий банklar қайта молиялашнинг қатор инструментларидан фойдаланиш амалиётини йўлга қўйишга муваффақ бўлдилар. Масалан, Россия Федерацияси Марказий банки ломбард кредитлари бериш, овернайт, овердрафт, муддатли кредитлар бериш амалиётини жорий этишга муваффақ бўлди. Шуниси характерлики, Россия Марказий банки томонидан берилаётган ломбардли кредитлар нафақат юқори ликвидлилик хусусиятига эга бўлган ҳукумат ва Марказий банкнинг қимматли қоғозлари билан, балки юқори ишончга эга бўлган Россия компанияларининг қарз мажбуриятлари билан ҳам таъминланмоқда. Бунинг натижасида Россия Марказий банкининг ломбард кредитлари бериш имконияти янада ошмоқда.

Халқаро миқёсда тобора чуқурлашиб бораётган глобаллашув жараёнлари марказий банklarнинг пул-кредит сиёсатини амалга ошириш имкониятларига сезиларли даражада таъсир кўрсатади. Бунинг сабаби шундаки, халқаро глобаллашув жараёнларининг чуқурлашуви хорижий валюталар оқимининг мамлакатлар ўртасидаги ҳаракатланиши нобарқарорлигини кучайтиради. Бунинг натижасида марказий банklar олдида қуйидаги икки муаммо юзага келади:

– биринчидан, мамлакатга кириб келаётган хорижий валюталар оқимининг кучайиши натижасида хорижий валюталардаги нетто-

активларнинг миллий валюта курсига нисбатан юзага келадиган таъсирига барҳам бериш муаммоси;

– иккинчидан, мамлакатдан чиқиб кетаётган хорижий валюталар оқимининг кучайиши натижасида хорижий валюталардаги активлар миқдорининг камайиши ва шунинг асосида миллий валютанинг кадрсизланишига йўл қўймаслик зарурияти юзага келади.

2. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг мажбурий захира сиёсатининг эластиклигини ошириш билан боғлиқ бўлган муаммолар:

а) Мажбурий захира ставкаларини сўмдаги депозитларнинг ҳар бир тури бўйича (трансакцион депозитлар, жамғарма депозитлари, муддатли депозитлар), уларнинг суммаси ва муддатига боғлиқ равишда табақалаштирилмаганлиги натижасида трансакцион депозитларнинг сўмнинг алмашув курсига нисбатан салбий таъсири юзага келмоқда. Муддатли депозитларга нисбатан паст даражадаги захира ставкаларининг қўлланилмаслиги тижорат банкларига мазкур депозитларга тўланадиган фоиз ставкаларини ошириш имконини бермайди. Натижада, жорий депозит ҳисобрақамларидаги маблағларнинг миқдори йириклигича қолаверади. Бу эса, хорижий валюталарга нисбатан юқори даражадаги талабни юзага келтиради.

Трансакцион депозитларнинг тижорат банклари депозитларининг умумий ҳажмидаги салмоғининг юқори даражада сақланиб қолиши мамлакатдаги иқтисодий фаолликка салбий таъсир кўрсатади. Бунинг сабаби шундаки, трансакцион депозитларнинг салмоғини юқори эканлиги банкларнинг депозит базасининг заиф эканлигидан далолат беради. Бу эса, ўз навбатида, тижорат банкларининг кредитлаш имкониятини пасайтиради. Чунки тижорат банкларида депозитлар банк пасивларининг асосий қисмини ташкил этади.

б) Тижорат банкларининг хорижий валютадаги депозитларига нисбатан мажбурий захира талабномаларининг жорий этилганлиги

уларнинг хорижий валютадаги маблағларни муддатли ва жамғарма депозит ҳисобрақамларига жалб этиш имкониятини янада пасайтиради. «Янада» дейишимизнинг сабаби шундаки, ҳозирги даврда республикамиз тижорат банклари томонидан жалб этилган хорижий валютадаги муддатли депозитларнинг асосий қисми хорижий банкларга депозит сифатида жойлаштирилмоқда. Хорижий банклар эса, бу депозитларга бозор ставкалари (LIBOR, FIBOR)да фоиз тўлайди. Депозитларнинг бозор ставкалари эса сезиларли даражада паст бўлиб, Ўзбекистон ички бозорида хорижий валюталардаги депозитларга бўлган талабни ифода этмайди.

3. Монетар сиёсатнинг макроиктисодий ўсишни таъминлашдаги ролини ошириш билан боғлиқ бўлган муаммолар.

Республикамиз тижорат банклари активларининг ЯИМдаги салмоғи пасайиш тенденциясига эга бўлди. Ушбу пасайиш асосан кредитларнинг ЯИМдаги салмоғининг пасайиши ҳисобига юз берган. Чунки кредитлар Ўзбекистон Республикаси тижорат банкларининг активлари ҳажмида салмоғига кўра биринчи ўринни эгаллайди.

Тижорат банклари кредитларининг ЯИМдаги салмоғининг пасайиши салбий ҳолат ҳисобланади. Бунинг сабаби шундаки, биринчидан, кредитларнинг ЯИМдаги салмоғининг пасайиши иқтисодиётнинг реал секторини тижорат банклари кредитларига бўлган эҳтиёжини қондирилмаслигига олиб келади; иккинчидан, мамлакат иқтисодиётини пул маблағлари билан таъминланганлик даражасини оширишга тўсқинлик қилади.

4. Марказий банкнинг очиқ бозор сиёсатини ривожлантириш билан боғлиқ бўлган муаммолар.

2006-2010 йилларда республикамиз тижорат банкларининг Ўзбекистон ҳукуматининг қимматли қоғозларига қилинган инвестициялари уларнинг брутто активлари ҳажмидаги салмоғи пастлигича қолди. Бунинг устига, 2007 йилдан бошлаб ушбу кўрсаткич пасайиш суръатига эга бўлган. Мазкур

ҳолатлар республикамиз Марказий банкининг очик бозор операцияларини ривожланмаганлигидан далолат беради. Ушбу операцияларни ҳукумат қимматли қоғозларининг эмиссия ҳажмини ошириш йўли билан ривожлантириш, фикримизча, мақсадга мувофиқдир. Гарчи Ўзбекистон Республикаси Давлат бюджети профицитли бўлсада, ижтимоий нормативлар асосида бюджетнинг ижтимоий харажатларини режалаштириш йўли билан Давлат бюджети харажатларини ошириш мумкин.

Ривожланган давлатларда ҳукумат қимматли қоғозларига қилинган инвестициялар тижорат банклари активлари таркибида салмоқли ўринни эгаллайди. Масалан, Германиянинг Дойчебанки активлари ҳажмида фақатгина РЕПО шарти бўйича Марказий банкдан сотиб олинган қимматли қоғозларнинг салмоғи 2015 йилнинг 1 январ ҳолатига 21,2 фоизни ташкил қилди⁷¹. Мазкур кўрсаткичнинг юқори даражаси АҚШ, Япония, Германия, Франция ва Италиянинг йирик тижорат банкларида кузатилиши сабаби шундаки, мазкур мамлакатларда ҳукуматлар қимматли қоғозларни муомалага чиқарувчи асосий эмитентлар ҳисобланади. АҚШ ФЗТ га очик бозор операциялари орқали муомаладаги пул массасини қисқартириш ёки, зарур ҳолларда, пул массаси ҳажмини ошириш имконини беради. Лекин, ҳукумат қимматли қоғозлари ҳажмининг кескин оширилиши унинг қарзи миқдорининг ошишига олиб келиши ва шунинг асосида миллий валюта барқарорлигига нисбатан салбий таъсирни юзага келтириши мумкин.

5. Нақд пулларнинг банклардан ташқари айланмасини қисқартириш муаммосининг мавжудлиги.

Хўжалик юритувчи субъектларнинг тижорат банклари кассаларига нақд пулдаги тушумларини ўз вақтида ва тўлиқ топширмаслиги нақд

⁷¹ “Deutsche bank” нинг 2015 йил якуни бўйича йиллик ҳисоботи (Annual Report 2015. Consolidated balance sheet. – F-M, 2015) маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

пулларнинг банклардан ташқари айланмасини юзага келтирувчи сабаблардан бири ҳисобланади.

Бунинг сабаби шундаки, банкларга топширилмаган нақд пуллар ноқонуний пул айланмасини амалга оширишга хизмат қилади, кўпчилик ҳолларда, хўжалик юритувчи субъектлар нақд пуллик тўловлардан солиқ тушумларини яшириш мақсадида фойдаланишади. Марказий банк эса, нақд пулларнинг банклардан ташқари айланмасини аниқ ҳисобга олиш имконига эга бўлмайди. Бу эса, инфляцияни жиловлашга қаратилган тадбирларнинг самарадорлигини оширишга салбий таъсир кўрсатади. Чунки Ўзбекистон Республикасида аҳолининг истеъмол товарларини харид қилиш билан боғлиқ бўлган тўловларининг катта қисми ҳамон нақд пулларда амалга оширилмоқда.

Тараққий этган мамлакатларда пластик карточкалар ва пуллик чекларга асосланган тўлов тизимининг ривожланганлиги нақд пулларга бўлган талабни кескин қисқартириш имконини беради.

Мамлакатда нақд пуллардан фойдаланиш соҳаларини чеклаб қўйилганлиги, Марказий банкнинг захира-вакиллик тизимини узлуксиз тарзда амал қилмаслиги, Давлат бюджетининг касса ижроси билан боғлиқ бўлган нақд пуллик тўловларнинг тўлиқ Марказий банк томонидан таъминланмаётганлиги, бу тўловларнинг асосий қисмини тижорат банкларининг зиммасига юкланганлиги, нақд ва нақдсиз пулларнинг қиймати ўртасида сезиларли фарқнинг мавжудлиги, пластик карточкаларга асосланган тўловлар тизимининг такомиллашмаганлиги нақд пулларга бўлган талабнинг кучайишига олиб келди. Бунинг оқибатида нақд пул муомаласи билан иқтисодий фаоллик ўртасида бевосита боғлиқлик юзага келди. Бундай шароитда, фикримизча, М1 пул агрегатини назорат объекти қилиб олиш мақсадга мувофиқ эмас. Чунки талаб қилиб олинadиган депозитлар билан нақд пулларнинг ҳаракати ўртасида кучли боғлиқлик

мавжуд бўлиб, муддатли депозитларнинг пул массасига таъсирини ҳисобга олиш имкони бўлмайди.

3.2. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг монетар сиёсатини такомиллаштириш ва унинг иқтисодий ривожлантиришдаги ролини ошириш йўллари

Юқорида қайд этилган муаммоларни ҳал қилиш республика Марказий банкининг монетар сиёсатини такомиллаштириш ва унинг иқтисодий ривожлантиришдаги ролини ошириш имконини беради. Мазкур муаммоларни ҳал қилишга қаратилган қуйидаги тавсияларни ишлаб чиқдик:

1. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг овернайт, дисконт ва ломбард кредитлари бериш амалиётини жорий қилиш йўли билан қайта молиялаш сиёсатининг самарадорлиги ошириш лозим.

Ўзбекистон Республикаси иқтисодиёти ривожланишининг ҳозирги босқичида тижорат векселлари муомаласининг мавжуд эмаслиги Марказий банкка тратталарни ҳисобга олиш йўли билан банкларни кредитлаш имконини бермайди.

Марказий банк қайта баҳолаш ставкасининг барқарорлиги борасида Япония Марказий банкининг тажрибаси муҳим амалий аҳамият касб этади.⁷²

Айни вақтда, шуни эътироф этиш жоизки, сўнгги йилларда бир қатор ривожланган мамлакатларда марказий банкларнинг ҳисоб ставкаларининг нобарқарорлик даражасининг кескин ошганлиги кузатилди. Бу эса, нисбатан юқори даражадаги ҳисоб ставкаси ҳисобланади ва ҳисоб ставкасининг бу қадар юқори белгиланиши АҚШ ФЗТ раҳбари Бен Бернанкиннинг фикрига кўра, инфляциянинг кутилаётган ўсиш суръатига қарши кураш чораси ҳисобланади. Чунки энергоресурслар баҳосининг

⁷² [http // lenta. Ru/news/2013/02/21/japan/](http://lenta.ru/news/2013/02/21/japan/)

юқори эканлиги ва уй-жой бозоридаги турғунлик оқибатида инфляция суръатининг ўсиши кутилмоқда⁷³.

Англия Марказий банки томонидан амалга оширилаётган қайта молиялаш сиёсати учун ҳам ҳисоб ставкаларининг нобарқарорлиги хос. Сўнгги олти йил мобайнида унинг ҳисоб ставкаси бир неча марта ўзгартирилди ва 2014 йилнинг июл ойига келиб унинг йиллик ставкаси 0,50% қилиб белгиланди. Англия Марказий банкининг расмий баёнотида ҳисоб ставкасининг оширилиши инфляцияни жиловлаш мақсадида амалга оширилганлиги эътироф этилган.

2. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг захира-вакиллик тизимининг амал қилишини узлуксизлигини таъминлаш орқали нақд пулларга бўлган талабни қисқартиришга эришиш лозим.

Ўзбекистон Республикасининг “Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тўғрисида”ги қонунига мувофиқ, Давлат бюджетининг касса ижроси билан боғлиқ бўлган нақд пул таъминотининг узлуксизлигини таъминлаш Марказий банкка юкланади. Аммо ҳозирги кунда Марказий банк Давлат бюджетининг касса ижроси билан боғлиқ бўлган нақд пуллик тўловларни амалга ошириш мажбуриятини тижорат банкларининг зиммасига юклаган. Бунинг натижасида, тижорат банкларининг айланма кассаларига келиб тушган нақд пуллар биринчи навбатда бюджет ташкилотларининг нақд пулдаги мажбуриятларини қоплашга йўналтирилмоқда. Ҳолбуки, халқаро банк амалиётида ушбу мақсадларга йўналтириладиган маблағларнинг нақд пул таъминоти Марказий банк томонидан тўлиқ таъминланиши лозим.

3. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки пул массасининг ўсишини жиловлаш ва инфляциянинг прогноз кўрсаткичларига эришишни таъминлаш мақсадида бир вақтнинг ўзида ҳам М2 пул агрегатидан монетар индикатор сифатида фойдаланиши, ҳам инфляцион таргетлашдан фойдаланиши лозим.

⁷³ [http // lenta. Ru/news/2014/08/01/rate/](http://lenta.ru/news/2014/08/01/rate/)

Фикримизча, мамлакатимиз иқтисодиётини ҳозирги модернизациялаш босқичида М2 пул агрегатининг ўсиш кўрсаткичини Марказий банк пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида танлаш мақсадга мувофиқдир.

Пул массасининг ўсиш кўрсаткичидан пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида фойдаланиш учун ҳуқуқий асослар мавжуд.

Ўзбекистон Республикасининг «Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида»ги қонунининг 23-моддасига мувофиқ, Марказий банк «пул массаси йиллик ўсиш суръатининг аниқ мақсадли кўрсаткичларини» белгилайди⁷⁴. Бундан ташқари, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 4 февралдаги 63-сонли «Пул-кредит кўрсаткичларини тартибга солиш механизмини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарорига мувофиқ, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг зиммасига пул массасининг ўсишини назорат қилиш бўйича қуйидаги мажбуриятлар юклатилган⁷⁵:

- пул массаси устидан самарали назорат қилишни таъминлаш имконини берувчи пул агрегатлари, банк тизими ликвидлилигининг ва пулга бўлган талабнинг омиллар бўйича таҳлили ва динамикасини моделлаштириш;

- захира пуллар ва пул массаси ўзгаришининг чораклик ва йиллик мақсадли прогнозларини ишлаб чиқиш;

- пул агрегатлари ҳажмлари ва таркибининг ўзгариши, пул бозорининг ҳолати ҳамда захира пуллар ва пул массаси ўзгаришининг мақсадли прогнозлари бажарилиши устидан доимий мониторингни амалга ошириш.

⁷⁴Ўзбекистон Республикаси қонуни. Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида. – Тошкент: Ўзбекистон, 2006. – Б. 15.

⁷⁵ Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 4 февралдаги 63-сонли «Пул-кредит кўрсаткичларини тартибга солиш механизмини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарори. Ўзбекистон Республикаси Қонун ҳужжатлари тўплами. – Тошкент, 2003. – №3. – Б. 29.

Демак, пул массасининг ўсиш кўрсаткичидан пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида фойдаланиш учун жиддий ҳуқуқий асослар мавжуд.

ХВФ экспертларининг фикрига кўра⁷⁶, инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида фойдаланиш учун иккита шароит мавжуд бўлиши лозим. Биринчидан, Марказий банк мустақил пул-кредит сиёсатини амалга ошириш имкониятига эга бўлиши лозим. Марказий банк ҳукумат мақбул деб ҳисоблаган инфляция даражасига эришиш учун монетар инструментларни эркин танлаш ҳуқуқига эга бўлиши лозим. Мамлакатда бюджет-солиқ сиёсатининг талаблари пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқишда устувор йўналишлар сифатида инобатга олинмаслиги лозим. Бошқача қилиб айтганда, мамлакатда «бюджет гегемонлиги» тушунчаси мавжуд бўлмаслиги лозим. Иккинчидан, инфляциянинг мақсадли кўрсаткичи индикатор сифатида танлаб олиниши учун иш ҳақининг ўсиши, аҳоли бандлиги даражаси ва алмашув курси бўйича мақсадли кўрсаткичлар белгиланмаслиги лозим. Бунинг сабаби шундаки, миллий валютанинг хорижий валютага нисбатан курсининг белгиланиши Марказий банкни, ўзининг пул-кредит сиёсатини, ана шу кўрсаткични бажариш учун мослаштиришга мажбур қилади. Бу эса, ўз навбатида, Марказий банкка инфляциянинг мақсадли кўрсаткичини таъминлаш учун монетар инструментлардан эркин ва тўлиқ фойдаланиш имконини бермайди. Натижада, пул-кредит сиёсатининг тактик мақсадларининг мазмунида икки ёқламалик, қарама-қаршилиқ юзага келади. Бизнинг фикримизча, инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида фойдаланиш учун, юқорида қайд этилган икки муҳим шароитдан ташқари, учинчи муҳим шароит сифатида, Марказий банкнинг монетар инструментлардан фойдаланиш механизми такомиллашган бўлиши лозим. Агарда Марказий банк пул-кредит сиёсатини эркин, бюджет-солиқ параметрларига асосланмаган ҳолда амалга ошириш имкониятига эга бўлсаю, аммо монетар инструментлардан

⁷⁶ «<http://www.imf.org>» сайти маълумотлари.

фойдаланиш механизми такомиллашмаган бўлса, у ҳолда, Марказий банк инфляцион манбаларни жиловлай олмайди, ссуда капиталлари ҳаракатини тартибга сола олмайди.

4. Марказий банкнинг монетар сиёсати орқали тижорат банкларининг ликвидлилиги ва тўловга қобиллигини ошириш мақсадида: субординар кредитлар фақатгина ишлаб чиқариш фаоляти билан шуғулланаётган корхоналарни кредитлашга (айланма маблағларини тўлдиришга ва инвестицион харажатларини молиялаштиришга) йўналтирилиши лозим;

Халқаро базель стандарти бўйича тижорат банкларининг субординациялашган қарз мажбуриятлари, шу жумладан, берилган субординар кредитлар бўйича мажбуриятлари уларнинг иккинчи даражали капитали таркибига киритилади. Лекин бунинг учун субординациялашган қарз мажбуриятлари камида икки йилдан ортиқ муддатга чиқарилган бўлиши лозим. Акс ҳолда, улар тижорат банкларининг регулятив капитали таркибига киритилмайди. Ўзбекистон Республикаси банк амалиётида тижорат банклари капитали таркибини шакллантириш бўйича Базель стандарти талаблари расман қабул қилинган. Тижорат банкларида узоқ муддатли ресурслар тақчиллиги мавжуд бўлган шароитда субординар кредитларнинг берилиши уларнинг инвестицион кредитлар бериш салоҳиятини оширади.

5. Марказий банкнинг валюта сиёсатини анъанавий монетар инструмент сифатида пул-кредит сиёсатининг оралиқ ва пировард мақсадларига мос келишини таъминлаш лозим.

Марказий банкнинг валюта сиёсати билан пул-кредит сиёсати ўртасида қарама-қаршилик тез-тез учраб туради. Масалан, республикамизда тижорат банкларига нақд пул тушуми бўйича «нақд пулларни қайтиш коэффиценти» деб номланувчи кўрсаткич сифатида мажбурият юкланган. Фикримизча, Марказий банкнинг валюта сиёсати

билан пул-кредит сиёсати ўртасидаги карама-қаршилиқни ўз вақтида бартараф этиш валюта сиёсатининг самарадорлигини оширишга хизмат қилади. Марказий банкнинг валюта сиёсати доирасида ҳал этилиши лозим бўлган масалалардан бири хорижий валюталардаги расмий валюта захираларини диверсификация қилиш масаласи ҳисобланади.

6. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг очик бозор сиёсатини такомиллаштириш мақсадида тижорат банкларининг узок муддатли облигациялари ҳисобига очик бозор операцияларининг объектлари сонини ошириш лозим. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2009 йил 28 июлдаги ПҚ-1166-сонли “Тижорат банкларининг инвестиция лойиҳаларини молиялаштиришга йўналтирилган узок муддатли кредитлари улушини кўпайтиришни рағбатлантириш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги Қарорига мувофиқ, республикаимизнинг йирик тижорат банкларига узок муддатли облигациялар чиқаришга рухсат этилди. Ушбу банклар тўловга қобил ҳисобланади. Чунки, улар “Фитч”, “Мудис” ва “Стандарт энд Пурс” каби етакчи халқаро рейтинг компанияларининг барқарор деган юқори рейтинг баҳосини олишга муваффақ бўлди. Бу эса, ушбу облигациялардан очик бозор операцияларининг объекти сифатида фойдаланганда риск даражасининг пасайишига сабаб бўлади. Фикримизча, инвесторларнинг ушбу облигациялардан оладиган даромадларини фойда ёки даромад солиғидан озод қилиниши мазкур облигацияларнинг инвестицион жозибадорлигини оширишга хизмат қилади.

Учинчи боб бўйича хулосалар:

- Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг овернайт, дисконт ва ломбард кредитлари бериш амалиётини жорий қилиш йўли билан қайта молиялаш сиёсатининг самарадорлиги ошириш лозимлиги аниқланди;

- Ўзбекистон Республикаси Марказий банки пул массасининг ўсишини жиловлаш ва инфляциянинг прогноз кўрсаткичларига эришишни таъминлаш мақсадида бир вақтнинг ўзида ҳам М2 пул агрегатидан монетар индикатор сифатида фойдаланиши, ҳам инфляцион таргетлашдан фойдаланиши лозимлиги аниқланди;

- Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг очик бозор сиёсатини такомиллаштириш мақсадида тижорат банкларининг узоқ муддатли облигациялари ҳисобига очик бозор операцияларининг объектлари сонини ошириш лозимлиги таклиф этилди.

ХУЛОСА ВА ТАКЛИФЛАР

Магистрлик диссертациясини бажариш жараёнида қуйидаги илмий хулосаларни шакллантиришга муваффақ бўлдик:

1. 2007-2015 йилларда республикамизда инфляция даражасини мўтадиллаштиришга муваффақ бўлинганлиги Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг қайта молиялаш ставкаси ва мажбурий захира ставкасини сезиларли даражада пасайтириш имконини берди. Чунки, республикамизда қайта молиялаш сиёсати ва мажбурий захира сиёсатидан Марказий банкнинг монетар сиёсатини амалга оширишда асосий инструментлар сифатида фойдаланилмоқда.

2. 2011-2015 йилларда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки қайта молиялаш ставкасини пасайиш тенденциясига эга бўлганлиги, тижорат банкларининг кредитлаш фаолиятига ижобий таъсир кўрсатди. 2011-2015 йилларда республикамиз тижорат банкларининг кредит қўйилмалари микдорининг ўсиш суръати юқори бўлди. 2011-2015 йилларда Марказий банк қайта молиялаш ставкасининг пасайиш тенденциясига эга бўлганлиги тижорат банклари қисқа муддатли кредитларининг ўртача фоиз ставкасини мазкур даврда пасайиш суръатларига эга бўлишига олиб келган. Худди шу йилларда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки мажбурий захира ставкасининг пасайиш тенденциясига эга бўлганлиги тижорат банкларининг кредитлаш салоҳиятини оширишга хизмат қилди.

3. 2011-2015 йилларда республикамиз тижорат банклари активларининг ЯИМдаги салмоғи пасайиш тенденциясига эга бўлди. Ушбу пасайиш асосан кредитларнинг ЯИМдаги салмоғининг пасайиши ҳисобига юз берди.

Тижорат банклари кредитларининг ЯИМдаги салмоғининг пасайиши, биринчидан, кредитларнинг ЯИМдаги салмоғининг пасайиши иқтисодиётнинг реал секторини тижорат банклари кредитларига бўлган

эҳтиёжини қондирилмаслигига олиб келади; иккинчидан, мамлакат иқтисодиётини пул маблағлари билан таъминланганлик даражасини оширишга тўсқинлик қилади.

4. Тадқиқотнинг иккинчи бобларида амалга оширилган таҳлилларнинг натижалари шуни кўрсатдики, 2015 йил 1 январидан Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасини йиллик 9% даражасида туширилганлиги инфляциянинг белгиланган прогноз кўрсаткичларини бажариш зарурияти билан изоҳланади. Бундан ташқари иқтисодиётнинг макроиқтисодий кўрсаткичларини ўзгаришига таъсирини эконометрик таҳлили асосида хулосалар шакллантириш имконини берди.

2007-2015 йиллар мобайнида ЯИМ нинг ўсиш суръатларини барқарор бўлганлиги республикамиз тижорат банклари кредит қуйилмаларининг юқори ўсиш суръатига эга бўлганлиги ва ташқи савдо айланмаси ижобий қолдиғининг ўсиш тенденциясига эга бўлганлиги билан изоҳланади. Ўз навбатида, республикамиз тижорат банклари депозитлари ва умумий капиталининг ўсиш тенденциясига эга бўлганлиги уларнинг кредит қуйилмалари ҳажмининг юқори суръатларида ўсишига сабаб бўлди.

2007-2015 йиллар мобайнида ташқи савдо айланмасининг ижобий сальдосини юқори ўсиш суръатига эга бўлганлиги ички валюта бозоридаги хорижий валюталар таклифига ижобий таъсир кўрсатади.

5. 2007-2015 йиллар мобайнида сўмнинг девальвация суръатига эга бўлганлиги республикамиз импортёрларининг хорижий валюталардаги тўловлари миқдорининг ошишига олиб келди ва инвестицион лойиҳаларни молиялаштириш самарадорлигига нисбатан салбий таъсирни юзага келтирди.

Айни вақтда, 2007-2015 йилларда инфляциянинг йиллик даражасини барқарор тарзда сақлаб туришга муваффақ бўлинганлиги миллий валютанинг барқарорлик даражасининг ошишига олиб келди ҳамда ташқи савдо айланмасининг ижобий сальдога эга эканлиги, давлат бюджетининг

профицит билан бажарилаётганлиги миллий валютанинг барқарорлигига ижобий таъсир кўрсатади.

6. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг монетар сиёсатини такомиллаштириш ва унинг иқтисодий ривожлантиришдаги ролини ошириш билан боғлиқ бўлган қуйидаги муаммоларнинг мавжудлиги аниқланди:

– республикада банклараро кредитлар бозорининг ривожланмаганлиги натижасида Марказий банк қайта молиялаш сиёсатининг таъсирчанлиги, самарадорлигига нисбатан салбий таъсирнинг юзага келаётганлиги (банклараро ссуда капиталлари бозори, биринчидан, банклараро кредитлар бозоридаги депозитлар ва кредитларнинг бозор баҳоси аниқланади ва кредит ресурсларига бўлган талаб ва таклифнинг амалдаги ҳолатини баҳолаш ва прогнозлаш имкони юзага келади; иккинчидан, талаб ва таклиф асосида шаклланган фойз ставкасига ссуда капиталлари ҳаракатини тартибга солишнинг бозор регулятори ҳисобланади);

– мажбурий захира ставкаларини сўмдаги депозитларнинг ҳар бир тури бўйича (трансакцион депозитлар, жамғарма депозитлари, муддатли депозитлар), уларнинг суммаси ва муддатига боғлиқ равишда табақалаштирилмаганлиги натижасида трансакцион депозитларнинг сўмнинг алмашув курсига нисбатан салбий таъсири юзага келмоқда (муддатли депозитларга нисбатан паст даражадаги захира ставкаларининг қўлланилмаслиги тижорат банкларига мазкур депозитларга тўланадиган фойз ставкаларини ошириш имконини бермайди. Натижада, жорий депозит ҳисобрақамларидаги маблағларнинг миқдори йирикликча қолаверади. Бу эса, хорижий валюталарга нисбатан юқори даражадаги талабни юзага келтиради);

– тижорат банкларининг хорижий валютадаги депозитларига нисбатан мажбурий захира талабномаларининг жорий этилганлиги уларнинг

хорижий валютадаги маблағларни муддатли ва жамғарма депозит ҳисобрақамларига жалб этиш имкониятини янада пасайтирмоқда;

– монетар сиёсатнинг макроиктисодий ўсишни таъминлашдаги ролини ошириш билан боғлиқ бўлган муаммолар;

– Марказий банкнинг очик бозор сиёсатини ривожлантириш билан боғлиқ бўлган муаммолар.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг монетар сиёсатини такомиллаштириш ва унинг иқтисодий ўсиш суръатларига таъсирини оширишга қаратилган қуйидаги илмий таклиф ва амалий тавсияларни ишлаб чиқдик:

1. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг овернайт, дисконт ва ломбард кредитлари бериш амалиётини жорий қилиш йўли билан қайта молиялаш сиёсатининг самарадорлиги ошириш лозим.

2. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг захира-вакиллик тизимининг амал қилишини узлуксизлигини таъминлаш орқали нақд пулларга бўлган талабни қисқартиришга эришиш лозим.

3. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки пул массасининг ўсишини жиловлаш ва инфляциянинг прогноз кўрсаткичларига эришишни таъминлаш мақсадида бир вақтнинг ўзида ҳам M2 пул агрегатидан монетар индикатор сифатида фойдаланиши, ҳам инфляцион таргетлашдан фойдаланиши лозим.

4. Марказий банкнинг монетар сиёсати орқали тижорат банкларининг ликвидлиги ва тўловга қобиллигини ошириш мақсадида: субординар кредитлар фақатгина ишлаб чиқариш фаоляти билан шуғулланаётган корхоналарни кредитлашга (айланма маблағларини тўлдиришга ва инвестицион харажатларини молиялаштиришга) йўналтирилиши лозим;

5. Марказий банкнинг валюта сиёсатини анъанавий монетар инструмент сифатида пул-кредит сиёсатининг оралиқ ва пировард мақсадларига мос келишини таъминлаш лозим.

6. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг очик бозор сиёсатини такомиллаштириш мақсадида тижорат банкларининг узоқ муддатли облигациялари ҳисобига очик бозор операцияларининг объектлари сонини ошириш лозим.

7. Эконометрик таҳлиллар асосида монетар сиёсатнинг энг муҳим инструментларидан бири қайта молиялаш ставкасини ўзгариши иқтисодийётимизнинг макроиқтисодий кўрсаткичларига таъсири бўйича қуйидаги илмий хулосалар шакллантирилди:

- қайта молиялаш ставкасини 1 фоизли пунктга туширилиши иқтисодийётга инвестиция ҳажмини 1,18 фоизли пунктга оширишга олиб келади. Жумладан, 2014 йил 1 январдан қайта молиялаш ставкасининг 10 фоизга туширилиши иқтисодийётга инвестициялар ҳажмини 2,36 фоизли пунктга ошириш имконини берди ва кейинги 2015 йилда бу кўрсакич 1.18 фоизли пунктга ошириш имконини берди;

- тижорат банклари томонидан бериладиган кредитлар ҳажми 1 млрд. сўмга ошиши ЯИМ ни 3,22 млрд. сўмга ошишига олиб келади.

- ЯИМнинг бир фоизга ошиши бошқа омиллар таъсири ўзгармаган ҳолда ипотека кредити ҳажмининг ўртача 1,74 млн. сўмга ошишига олиб келади, қайта молиялаштириш ставкасининг аксинча бир фоизга тушиши эса ипотека кредити ҳажмининг ўртача 5,35 млн. сўмга оширади, мажбурий захира нормасини бир фоизга тушириш бошқа омиллар ўзгаришсиз қолганда ипотека кредити ҳажмининг ўртача 1,48 млн. сўмга ошириши мумкин, аҳоли даромадларининг бир млрд. сўмга ошиши ипотека кредити ҳажмининг ўртача 1,93 млн. сўмга ўсишига олиб келиши мумкин.

ФОЙДАЛАНИЛГАН АДАБИЁТЛАР РЎЙХАТИ

I. Норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар ва методологик аҳамиятга

молик ишлар

- 1.1. Ўзбекистон Республикаси Конституцияси.— Тошкент: «Ўзбекистон», 2014й.
- 1.2. Ўзбекистон Республикасининг “Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тўғрисида”ги Қонуни 1995 йил 21 декабр.
- 1.3. Ўзбекистон Республикасининг “Банклар ва банк фаолияти тўғрисида”ги Қонуни//Ўзбекистон банк тизимини ислоҳ қилиш ва эркинлаштириш бўйича қонунчилик ҳужжатлари тўплами. – тўлдирилган 2-нашри. – Тошкент: “Ўзбекистон”, 2003.
- 1.4. Ўзбекистон Республикаси “Ипотека тўғрисида”ги қонуни 2006 йил.
- 1.5. Ўзбекистон Республикаси “Ғаров тўғрисида”ги қонуни 2009 йил.
- 1.6. Ўзбекистон Республикаси “Баҳолаш фаолияти тўғрисида”ги қонуни 2009 йил.
- 1.7. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 26 ноябрдаги “2011-2015-йилларда республика молия-банк тизимини янада ислоҳ қилиш, унинг барқарорлигини ошириш ва юқори халқаро рейтинг кўрсаткичларига эришишнинг устувор йўналишлари тўғрисида”ги. ПҚ-1438-сонли Қарори.
- 1.8. Ўзбекистон Республикаси Президенти Қарори. «Банк тизимини янада ривожлантириш ва бўш пул маблағларини банк айланмасига жалб этиш чора-тадбирлари тўғрисида». 7 ноябрь 2007 й.
- 1.9. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2005 йил 15 апрелдаги 56-сон “Банк тизимини янада ислоҳ қилиш ва эркинлаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги Қарори // Халқ сўзи. – 2005. – 18 апрель.
- 1.10. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2002 йил 4 декабрдаги 422-сон “Банкларнинг кредитлари бўйича қарздорлик ўз

вақтида қайтарилмаган тақдирда ундирувни қарздорларнинг ликвидли мол-мулкига қаратиш тартибини тасдиқлаш тўғрисида”ги Қарори // Ўзбекистон банк тизимини ислоҳ қилиш ва эркинлаштириш бўйича қонунчилик ҳужжатлари тўплами. – тўлдирилган 2 чи нашри. – Тошкент: “Ўзбекистон”, 2003.

1.11. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2000 йил 24 мартдаги 104-сон “Банк тизимини ислоҳ қилишга доир қўшимча чоратadbирлар тўғрисида”ги Қарори // Ўзбекистон банк тизимини ислоҳ қилиш ва эркинлаштириш бўйича қонунчилик ҳужжатлари тўплами. – тўлдирилган 2 чи нашри. – Тошкент: “Ўзбекистон”, 2003.

1.12. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг “Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан тижорат банклари ва уларнинг филиалларида инспекция (текшириш) ўтказиш тартиби тўғрисида”ги (рўйхат рақами 2217-сон, 04.04.2011 й.) Низом

1.13. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг 2015 йил 13 июндаги 14/3 – сонли “Тижорат банклари капиталининг монандлигига қўйиладиган талаблар тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида”ги йўриқномаси (Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2015 йил 6 июлда 2693-рўйхат рақами билан рўйхатдан ўтказилган);

1.14. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг 2015 йил 22 июлдаги 19/14 – сонли “Тижорат банкларининг ликвидлилигини бошқаришга қўйиладиган талаблар тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида”ги йўриқномаси (Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2015 йил 13 августда 2709-рўйхат рақами билан рўйхатдан ўтказилган).

1.15. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг 2015 йил 5 августдаги “Банкка алоқадор бўлган шахслар билан тузиладиган битимлар тўғрисида”ги 2706-сонли Низоми

1.16. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг 2015 йил 5 августдаги “Бир қарз олувчи ёки бир-бирига дахлдор қарз олувчилар гуруҳи учун таваккалчиликнинг энг кўп миқдорлари тўғрисида”ги 2707-сонли Низоми

1.17. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг “Тижорат банкларида активлар сифатини таснифлаш ва активлар бўйича эҳтимолий йўқотишларни қоплаш учун захиралар шакллантириш ҳамда улардан фойдаланиш тартиби тўғрисида”ги Низом (Адлия вазирлигида 2015 йил 14 июлда 2696-сон билан рўйхатдан ўтказилган).

1.18. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг 2015 йил 22 июлдаги 19/11-сон “Ўзбекистон Республикаси банкларида депозит операцияларини амалга ошириш тартиби тўғрисида”ги Низом (Адлия вазирлиги томонидан 2015 йил 26 августда 2711-сон билан давлат рўйхатидан ўтказилган)

1.19. Каримов И.А. “2014 йил юқори ўсиш суръатлари билан ривожланиш, барча мавжуд имкониятларни сафарбар этиш, ўзини оқлаган ислохотлар стратегиясини изчил давом эттириш йили бўлади” Т.Ўзбекистон, 2014й. 64 б.

1.20. И.Каримов. “Бош мақсадимиз – мавжуд қийинчиликларга қарамасдан, олиб бораётган ислохотларни, иқтисодиётимизда таркибий ўзгаришларни изчил давом эттириш, хусусий мулкчилик, кичик бизнес ва тадбиркорликка янада кенг йўл очиб бериш ҳисобидан олдинга юришдир”.Т.:Ўзбекистон.2016 йил 16 январь

1.21.Каримов И.А. 2012 йил ватанимиз тараққиётини янги босқичга кўтарадиган йил бўлади. -Тошкент.: Ўзбекистон. 2012. 36 бет.

1.22.Каримов И.А. Банк тизими, пул муомаласи, кредит, инвестиция ва молиявий барқарорлик тўғрисида. Тузувчи Ф.М.Муллажанов. -Т.: Ўзбекистон, 2011. -528 б.

1.23.Каримов И.А. Барча режа ва дастурларимиз Ватанимиз тараққиётини юксалтириш, халқимиз фаровонлигини оширишга хизмат қилади.-Тошкент.: Ўзбекистон. 2011.

1.24.Каримов И.А. Ўзбекистон мустақилликка эришиш оstonасида. -Т.: Ўзбекистон, 2011. -440 б.

1.25.Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Асосий вазифамиз - ватанимиз тараққиёти ва халқимиз фаровонлигини янада юксалтиришдир» –Тошкент: «Ўзбекистон», 2010.

1.26. Каримов И.А. Жаҳон молиявий иқтисодий инкирози, Ўзбекистон шароитида уни баратараф этишнинг йўллари ва чоралари. Тошкент: Ўзбекистон- 2009.

1.27.Каримов И.А. Ўзбекистон демократик тараққиётнинг янги босқичида. – Тошкент: Ўзбекистон, 2005.

1.28. Абдуллаева Ш.З. Пул, кредит ва банклар. –Тошкент, Молия, 2007.

1.29. Абдуллаева Ш.З. Банк рисклари ва кредитлаш. - Тошкент, Молия, 2002.

1.30. Арзуман Арзуманян С.Ю. «Банковские риски» Учебное пособие./ - Т.: "IQTISOD-MOLIYA", 2007г.

1.31. Ачилов М.Ф., Безбородов А.Г., Газибеков Д.Г., Котов В.А., Проблемы интеграции банковской системы Узбекистан в мировое банковское сообщество. - Т.: Молия, 2006.

1.32. Бабаев Б.Б. Вопросы формирования ресурсов коммерческих банков и их эффективное использование. Автореферат дис. на соиск. уч. ст. канд. экон. наук. - Ташкент, 2002.

1.33. Бабакулов Т., Юсупов А. Обеспечение достаточности капитала коммерческих банков // Рынок, деньги и кредит. Т.: 2004. - № 10.

1.34. Бердияров Б.Т. Тижорат банклари актив операцияларининг даромадлиги. Иқтисод фанлари номзоди илмий даражасини олиш учун диссертация автореферати. – Тошкент: 2002.

1.35. Ваҳобов А. ва бошқ. Халқаро молия муносабатлари: дарслик – Т.: «Шарқ», 2003.

1.36. Додиев Ф. Управление ликвидностью коммерческих банков. // Рынок, деньги и кредит. Т.: 2003. - № 2.

1.37. Долан Э. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика. Пер. с англ. - Москва: Кэмпбелл, 1996.

1.38. Лаврушин О.И. Банковский менеджмент. -М. КНОРУС, 2011.

1.39. Лаврушин О.И. Банковское дело: современная система кредитования: Финансовая академия при правительстве РФ. -4-е изд., стереотип.. -М.: КноРус, 2013. -264 с.

1.40. Банковские риски. под ред. О.И. Лаврушина, Н.И. Валенцевой; Финансовая академия при Правительстве РФ. -2-е изд., стереотип.. -М.: КноРус, 2012. -232 с. -

II. Монография, илмий мақола, патент, илмий тўпламлар

2.1.Собиров Б. Банк хатарлари турлари. // Бозор, пул ва кредит. 2000 й.

2.2.Тухтабоев У.А. Муаммоли кредитлар ва уларни бартараф этиш йўллари. Иқтисод фанлари номзоди илмий даражасини олиш учун диссертация автореферати. - Тошкент, 2007.

2.3.Муллажонов Ф.М. Ўзбекистон Республикаси банк тизими.- Т.: Ўзбекистон, 2011.- 296с.

2.4.Маматкулов Х. “Ипотека муносабатларини ривожлантиришнинг ўзига хос хусусиятлари ” «Бозор, пул ва кредит», 2007 й. № 5-сон.

2.5.Қодиров А. «Тижорат банкларини фаолиятининг таҳлили» «Бозор, пул ва кредит», 2005 й. № 5-сон.

2.6.Қодиров А. Кредит бериш механизмини такомиллаштириш // Бозор, пул ва кредит. – Тошкент, 2004. – №6. – Б. 10-13.

2.7.Қоралиев Т. Қуллиев И. “Кредит операциялари самарадорлигини ошириш”, Бозор пул ва кредит, 2007 йил 12-сон.

2.8.Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ҳисобот маълумотлари.

III. Фойдаланилган бошқа адабиётлар

3.1. Интернет сайтлари

www.uba.uz- Ўзбекистон Банклари Ассоциацияси расмий сайти

www.lex.uz- Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами

www.stat.uz- Республикаси Статистика қўмитасининг расмий сайти

www.bfa.uz-Bank – Банк –молия академияси расмий сайти

www.cbu.uz-Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг расмий сайти

www.uzreport.com-Ўзбекистон бизнес янгиликлари

www.gov.uz- Ўзбекистон Республикаси ҳукумати портал

www.Ahbor.uz- Ахбор рейтинг рейтинг агентлиги расмий сайти

www.bankir.uz-Банк ахборотлари портал

www.mf.uz- Ўзбекистон Республикаси Молия Вазирлиги сайти