



ISSUES OF IMPROVING MONETARY POLICY IN UZBEKISTAN BASED ON FOREIGN EXPERIENCE

Shomurodov Ravshan Tursunkulovich

Associate Professor of the Department

“Natural, technical and social-humanitarian sciences”, Ph.D.

Branch of the Federal State Budgetary Institution of Higher Education

“National Research University of the Moscow Energy Institute” in the city of Tashkent

E-mail: r.shomurodov@mail.ru

ORCID:0000-0002-9087-104X

<https://doi.org/10.5281/zenodo.11470495>

ARTICLE INFO

Received: 24th May 2024

Accepted: 30th May 2024

Online: 31th May 2024

KEYWORDS

Monetary policy, monetary instruments, economic growth, macroeconomic sustainability, Central bank, inflation, national currency, devaluation, credit, reserve requirement policy, open market operations, interest rate policy.

ABSTRACT

This article indicates the monetary policy instruments developed over the years under the influence of innovative ideas based on the best practices of developed countries, and examines the scientific and theoretical views of foreign and national economists in this regard. The practice of using monetary policy instruments in Uzbekistan was analyzed, existing problems were identified, and scientific-theoretical, practical proposals and recommendations were developed for their scientific solutions.

ХОРИЖ ТАЖРИБАСИ АСОСИДА ЎЗБЕКИСТОНДА МОНЕТАР СИЁСАТНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ МАСАЛАЛАРИ

Шомуродов Равшан Турсункулович

«МЭИ» Миллий тадқиқот университети» Федерал давлат бюджети олий таълим муассасасининг Тошкент филиали “Табиий, техник ва ижтимоий гуманитар фанлар”

кафедраси доценти, и.ф.н.

E-mail: r.shomurodov@mail.ru

ORCID:0000-0002-9087-104X

<https://doi.org/10.5281/zenodo.11470495>

ARTICLE INFO

Received: 24th May 2024

Accepted: 30th May 2024

Online: 31th May 2024

KEYWORDS

Монетар сиёсат, монетар воситалар, иқтисодий ўсиш, макроиқтисодий барқарорлик, Марказий банк, инфляция, миллий

ABSTRACT

Ушбу мақолада тараққий этган мамлакатларда монетар сиёсат воситалари йиллар давомида инновацион ғоялар таъсирида такомиллашиб борилганлиги ўрганилган, бу борада хорижлик ва маҳаллий иқтисодчи олимларнинг илмий-назарий қарашлари тадқиқ этилган. Ўзбекистонда монетар сиёсат воситаларидан фойдаланиш амалиёти таҳлил этилган, мавжуд муаммолар аниқланган ва уларнинг



валюта, девальвация, ревальвация, мажбурий захира сиёсати, очик бозор сиёсати, қайта молиялаш сиёсати.

илмий ечимларига оид илмий-назарий, амалий таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқилган.

Кириш

Тараққий этган давлатларнинг илғор тажрибалари таҳлили кўрсатадики, монетар сиёсат йиллар давомида инновацион ғоялар таъсирида такомиллашиб борган. Дунё иқтисодиёти тарихида турли давлатларда кузатилган молиявий ва иқтисодий инқирозлар, эпидемиялар, пандемиялар, макроиқтисодий ҳамда молиявий муаммоларни ҳал этишда монетар сиёсат муҳим роль ўйнаган ва у доимо инновацион ғоялар асосида такомиллаштириб борилган. Шу сабабли, монетар сиёсат воситаларидан фойдаланиш амалиётини такомиллаштириш молия бозори, банк тизими ликвидлиги, миллий валюта, нархлар, тўлов баланси ва иқтисодиётнинг барқарорлигини таъминлашнинг зарурий шарти ҳисобланади.

Шунингдек, АҚШ, Япония, Германия, Канада, Буюк Британия, Франция, Италия каби тараққий этган мамлакатларда монетар сиёсатдан, хусусан унинг воситаларидан самарали фойдаланиш орқали иқтисодий ва инвестицион фаолликни ошириш асосида иқтисодий ўсишни, макроиқтисодий ва молиявий барқарорликни таъминлаш ҳамда мустаҳкамлаш борасида кўп йиллик назарий, амалий ва методологик тажриба тўпланиб, марказий банклар монетар фаолиятида турли хил монетар моделлардан самарали фойдаланилмоқда.

Монетар сиёсат воситаларидан фойдаланиш амалиётини такомиллаштириш, ўз навбатида, миллий валюта, нархлар, тўлов баланси, банк тизими ликвидлиги ва иқтисодий ўсиш суръатлари барқарорлигини таъминлашнинг, молия, хусусан, фонд, капитал, қимматли қоғозлар, пул ва валюта бозорларини ривожлантириш, инвестициялар самарадорлигини оширишда муҳим аҳамият касб этади.

Бугунги кунда жаҳон иқтисодиётида глобаллашув жараёни шиддат билан чуқурлашиб кўпчилик давлатларда иқтисодий, молиявий, сиёсий ва ижтимоий тавсифдаги турли рисклар сақланиб қолмоқда. Глобаллашув дунё миқёсида иқтисодиёт, банк-молия тизими фаолиятини тубдан ўзгартириб юборди, жумладан, марказий банклар, тижорат банклари, нобанк кредит ташкилотлари ва реал соҳа корхоналари фаолияти рақамли технологиялар асосида инновацион йўналишда шиддат билан ривожланиб бормоқда. Айниқса, қайта тикланадиган энергия манбааларидан, хусусан шамол тегирмонлари, қуёш батареяларидан ва яшил водороддан арзон электр энергия олиш каби жараёнлар кенг жорий қилинмоқда.

Жумладан, 2022—2026 йилларга мўлжалланган Янги Ўзбекистоннинг тараққиёт стратегиясида етти устувор йўналишдан бири сифатида миллий иқтисодиётни жадал ривожлантириш ва юқори ўсиш суръатларини таъминлаш масаласи алоҳида эътироф этилган[1].

Таъкидлаш жоизки, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан амалга оширилаётган монетар сиёсатни такомиллаштириш орқали унинг макроиқтисодий барқарорликни мустаҳкамлашдаги ролини ошириш билан боғлиқ бўлган муаммолар



мавжуд. Улардан асосийлари, фикримизча, қуйидагилардан иборат. Жумладан, Марказий банк дисконт сиёсатининг мавжуд эмаслиги, Марказий банк очиқ бозор операциялари ҳажмининг кичиклиги, мажбурий захира ставкаларининг, инфляция даражаси ва фоиз ставкаларининг юқори эканлиги.

Шу сабабли, Ўзбекистонда мамлакатимизни ривожлантиришнинг 2022—2026 йилларга мўлжалланган Янги Ўзбекистоннинг тараққиёт стратегиясида етти устувор йўналишдан бири сифатида миллий иқтисодий жадал ривожлантириш ва юқори ўсиш суръатларини таъминлаш масаласи алоҳида эътироф этилган.

Адабиётлар шарҳи

Монетар сиёсат – давлатнинг пул-кредит тизими орқали пул таклифига, нархлар даражасига, тўлов балансига, инвестицион фаолликка, иқтисодий реал секторига, иқтисодий ўсиш суръатларига ва турли макроиқтисодий кўрсаткичларга таъсир этишга қаратилган воситалар, механизмлар, чора-тадбирлари йиғиндиси.

Таъкидлаш жоизки, айти пайтда, дунё мамлакатлари ва миллий иқтисодийдаги мавжуд тенденцияларни инобатга олган ҳолда монетар сиёсат воситаларидан фойдаланиш амалиётининг такомиллаштирилиши, ўз навбатида, барқарор иқтисодий ўсишни, макроиқтисодий ва молиявий барқарорликни таъминлашда муҳим роль ўйнайди.

Халқаро банк амалиётидан маълумки, монетар сиёсатни Давлатнинг расмий пул-кредит органи, яъни Марказий банк амалга оширади. Марказий банк, энг аввало, ўз ихтиёридаги монетар воситалардан фойдаланган ҳолда тижорат банкларининг балансига бевосита таъсир ўтказиши ва банк тизими ликвидлиги ўзгаради. Бу эса, кредит ва пул мультипликатори орқали, иқтисодийда резерв пуллар, пул массаси, умумий пул таклифининг ўзгаришига, иқтисодий реал секторига, молия бозорига ва инвестицион фаолликка бевосита таъсир қилади.

Монетар сиёсат воситаларидан фойдаланиш масаласи иқтисодий адабиётда иқтисодчи олимлар томонидан чуқур тадқиқ қилинган ва тегишли илмий хулосалар ҳамда амалий тавсиялар шакллантирилган. Жумладан, М.Фридменнинг хулосасига кўра, пул таклифини бошқариш учун Марказий банк етарлича имкониятга эга ва шу билан бирга инфляция кўп омилли жараён эмас, деган хулосага келади[2]. Ушбу хулоса шунга асосланганики, Марказий банк очиқ бозордаги операциялардан ва дисконт операциялардан фойдаланган ҳолда пул массасини ва фоиз ставкасини бошқариши мумкин. Дарҳақиқат, Марказий банк томонидан очиқ бозорда қимматли қоғозларни сотиб олиш банк тизимининг резервларини ва монетар базанинг кўпайишига, пул таклифининг ўсишига ҳамда қисқа муддатли фоиз ставкаларининг пасайишига олиб келади.

Хусусан, бир гуруҳ иқтисодчи олимлар мажбурий захира сиёсатидан фаол фойдаланиш мақсадида тижорат банкларининг депозитларига нисбатан 100 фоизли мажбурий захира талабномасини жорий қилишни таклиф қилишган [3]. Аммо, айрим иқтисодчи олимлар мажбурий захира сиёсатига нисбатан салбий фикр билдиришган. Масалан, таниқли хорижлик иқтисодчи олим Ф.Мишкиннинг фикрига кўра, мажбурий захира талабномалари кўп камчиликларга эга бўлиб, жумладан, банкларда ликвидлик муаммосини юзага келтириши мумкин[4].



Хорижлик иқтисодчи олим МакКаллум таъкидлайдики, пулга бўлган талаб барқарор эмас, шунинг учун монетар сиёсатнинг асосий воситаси бўлиб Марказий банкнинг фоиз ставкаси ҳисобланади[5].

Хорижлик иқтисодчи олим В.Юровицкийнинг фикрича, мажбурий захира талаблари йўқлиги шароитида барча эмиссия қилинган пуллар активлар ҳисобланади, ўз навбатида, тижорат банкларининг кредит фаолияти депозитларнинг ўсишига олиб келади[6].

Хорижлик иқтисодчи олимлардан бири С.Моисеевнинг хулосасига кўра, ҳозирги вақтда очик бозор операциялари тараққий этган мамлакатларда монетар сиёсатнинг асосий воситаси ҳисобланади. Очик бозор операциялари марказий банкларга ўзининг ташаббуси билан битимлар тузиш, яъни пул-кредит операцияларининг вақтини ва ҳажмини белгилашда янада мослашувчан бўлиш имконини беради[7].

Хорижлик иқтисодчи олимлардан яна бири А.Симановскийнинг фикрича, монетар сиёсатнинг амалий муаммоларини ҳал қилишда қайта молиялаш сиёсати орқали пуллар таклифини бошқаришнинг амалий жиҳатлари, банклар фаолиятини тартибга солиш ҳамда назорат қилиш масалалари, халқаро захира активларини бошқариш ва ҳоказолар муҳим ўрин тутди[8].

Хорижлик иқтисодчи олим Ж.Синкининг маълумотига кўра, тижорат банклари фаолиятидаги илк жиддий инновацион маҳсулот бўлиб, 1961 йилнинг феврилида Нью-Йоркнинг Биринчи миллий банки томонидан чиқарилган депозит сертификатлари ҳисобланади. Ушбу сертификатлар кейинчалик оммалашиб, тижорат банкларига ресурслар жалб қилиш ва пасивларни бошқариш имконини берди[9].

Хорижлик иқтисодчи олимлардан Итаи Агур ва Мария Демертзислар фоиз сиёсатининг макропруденциал сиёсатга таъсирига оид 2019 йилда амалга оширган ўз тадқиқотларида жумладан, шундай дейдилар: "... фоиз ставкасининг пасайтирилиши пул таклифининг ошишига олиб келади ва молиявий барқарорликни ёмонлаштиради"[10]. Бизнинг назаримизда, иқтисодчи олимлар ушбу тадқиқотда арзон пуллар сиёсатининг молиявий барқарорликга салбий таъсир қилишига алоҳида урғу берганлар. Бироқ, амалиётда ўта оғир ва жиддий муаммоларни енгиб ўтиш орқали макроиқтисодий барқарорликга эришишда арзон ва қиммат пуллар сиёсати қўлланилган. Бу эса, аллақачон жаҳон иқтисодий амалиётида, хусусан, молиявий соҳада ва банк амалиётида ўзининг асосли исботини топган.

Хорижлик иқтисодчи олимлардан Мартин Боденштейн ва Жунзу Заҳолар 2019 йилда чоп этилган "Меҳнат, иш ҳақи ва оқилона монетар сиёсат" номли илмий мақоласида меҳнат, иш ҳақи ва инфляциянинг ўзаро алоқадорлиги масалаларига оид илмий тадқиқотларида, хусусан, шундай деганлар: "Оқилона сиёсат асосида иш ҳақи ва инфляцияни барқарорлаштириш ижтимоий таъминот ва империк моделларнинг сезиларсиз тебранишлари билан боғлиқ бўлган катта харажатларни тақозо қилади[11]. Фикримизча, мазкур тадқиқотларида иқтисодчи олимлар инфляция ва иш ҳақини барқарорлаштириш, ўз навбатида, катта харажатларни талаб этишини эътироф этганлар. Чунки, инфляция даражасини жиловлаш ва уни кескин пасайтириш ҳамда бир вақтнинг ўзида муҳим ижтимоий масалалардан бири бўлган иш ҳақининг



барқарорлигини таъминлаш ҳар бир давлат Ҳукуматидан самарали чора-тадбирларни ва катта харажатларни амалга оширишни талаб қилади.

Хорижлик иқтисодчи олимлардан Филипп Андраде ва Филиппо Феррони тадқиқотларида сиёсий қарорлар қабул қилишда молия бозори ва марказий банк ўртасидаги алоқалар ўрганилган ҳамда улар иккита омилни монетар сиёсатга таъсир қилишини кўрсатиб берганлар. Жумладан, улар ўз тадқиқотларида сиёсий қарорлар қабул қилинган кунларда молия бозорлари реакцияларининг марказий банк алоқаларига бўлган муносабатини нима бошқаради? деган саволни ўртага қўйиб, шундай тўхтамга келишган: “Биз тез-тез кузатиладиган пул кутилмалари ҳодисаларини белгилайдиган юқори тебранишдаги иккита омилнинг ролини таъкидлаймиз: келажакдаги макроиқтисодий шароитлар тўғрисидаги янгиликлар (Delphic shocks - Делфик зарбалар) ва монетар сиёсатнинг келажакдаги зарбалари ҳақидаги янгиликлар (Odisean shocks - Одисей зарбалари). Ушбу икки зарба рентабеллик эгри чизиғини бир йўналишда ҳаракатлантиради, аммо молиявий шароитлар ва макроиқтисодий кутишларга тескари таъсир кўрсатади. Шунинг учун марказий банклар даромад эгри чизиғининг шунчаки тебранишига қараб таъминланган рағбатлантириш даражасини аниқлай олмайдилар” [12]. Бизнинг назаримизда, мазкур олимларнинг тадқиқотларидан шундай хулоса қилиш мумкинки, молия бозоридаги тебранишлар, албатта Марказий банкга пул таклифини самарали тартибга солиш учун сиёсий қарорлар қабул қилишига турки бўлади. Бундай ҳолатда Марказий банк ўз ихтиёридаги монетар воситалардан, хусусан қайта молиялаш сиёсатидан, очиқ бозордаги операцияларидан, валюта сиёсатидан, мажбурий захира талабларидан оқилона фойдаланади ва тижорат банклари балансига ҳамда улар орқали иқтисодиёт реал секторига, пул таклифига, тўлов балансига ва барча макроиқтисодий ҳамда монетар кўсаткичларга таъсир ўтказади.

Маҳаллий иқтисодчи олимлардан О.Намозов пул тизимининг барқарорлигини таъмишлашнинг муҳим шарти сифатида инфляцион таргетлашни жорий қилишни таклиф этган [13]. Маҳаллий иқтисодчи олимлардан яна бири Б.Душаев эса, монетар сиёсат воситаларидан фойдаланиш амалиётини ривожлантириш орқали пул таклифини тартибга солишни такомиллаштиришни таклиф қилган [14].

Тадқиқот методологияси

Ушбу мақолада илмий тадқиқот олиб боришда қиёслаш, таққослаш, синтез, тадқиқотнинг мантиқий ва таққослама таҳлили, иқтисодий таҳлил, дедукция, миқдор ва сифат кўрсаткичларини ҳисоблаш, уларни бир-бири билан солиштириш йўли билан статистик қайта ишлаш усули, илмий абстаркциялаш каби методлардан фойдаланилган.

Таҳлил ва натижалар

Таъкидлаш жоизки, Марказий банкларнинг очиқ бозор операциялари илк марта юзага келганида унинг объекти бўлиб, фақат ҳукумат томонидан чиқарилган қимматли қоғозлар ҳисобланар эди. Йиллар ўтиши билан иновацион ғоялар асосида унинг объектлари сони кўпайди. Хусусан, ҳозирги даврда, депозит сертификатларидан (Нидерландия, Дания, Испания марказий банклари, Европа Марказий банки), молиявий векселлардан (Англия Марказий банки, Швеция Рикс банки, Германия Бундесбанки,



Япония Марказий банки), корпоратив облигациялардан (Жанубий Корея, Чили, Россия марказий банклари) ушбу операцияларнинг объекти сифатида фойдаланилмоқда[15].

Монетар сиёсат соҳасидаги яна бир инновацион ғоя – бу расмий олтин-валюта захираларини тўлиқ Марказий банкнинг балансида тўплаш орқали захираларни бошқариш самарадорлигини ошириш ва Марказий банкнинг валюта сиёсатини такомиллаштириш таклифидир.

XX асрнинг 60-йилларида ушбу ғоя Ғарбий Европа мамлакатларида туғилди. Унинг амалиётга татбиқи расмий олтин-валюта захираларини бошқариш самарадорлигини ошириш имконини берди. Хусусан, давлатнинг ташқи қарзини кескин ошириш имконияти чеклаб қўйилди. Яъни, Марказий банк давлатнинг ташқи қарзини ўзининг валюта маблағлари ҳисобидан тўлаб беради. Аммо фақат битта шарт билан, у ҳам бўлса, Ҳукуматнинг Марказий банкдаги жорий ҳисобрақамида хорижий валютада тўланадиган сумманинг миллий валютадаги эквиваленти мавжуд бўлса.

Шунингдек, 1981 йилда своп операциялари натижасида хорижий мамлакатлар банк тизими амалиётида своп бозори пайдо бўлди. Свop операциялари кейинчалик мамлакат расмий олтин-валюта захираларини бошқаришнинг кенг тарқалган усулларида бирига айланди. Таъкидлаш жоизки, валютавий свop валюта захираларини валюта рискдан ишончли ҳимоя қилади. Аммо катта даромад келтирмайди. Шу жиҳати билан валютавий свop операциялари Марказий банкларни кўпроқ ўзига жалб этади.

Кейинчалик ривожланган давлатлар амалиётида бир қатор инновацион депозит маҳсулотлари ҳам пайдо бўлди. Жумладан, XX асрнинг 70-йилларида АҚШ банк амалиётида фоиз тўланадиган трансакцион депозит ҳисобрақамлари – NOW – ҳисобрақамлари пайдо бўлди. Рақамли банк ишининг жуда долзарб масалаларидан бири бўлиб, шубҳасиз, марказий банкларнинг рақамли валютасини муомалага киритиш масаласи ҳисобланади. Марказий банкнинг рақамли валютасини яратиш масаласи тўғрисидаги биринчи изланиш ҳақида Англия Марказий банки эълон қилди[16].

Умуман, кўпчилик иқтисодчи олимлар томонидан марказий банкнинг рақамли валютасига хос бўлган қуйидаги афзалликлар эътироф этилган. Жумладан, қулайлиги, яъни рақамли валюталардан ҳисобрақам очмасдан туриб фойдаланиш мумкинлиги, трансакцион чиқимларнинг камлиги, валюталарни конвертация қилиш, банк ҳисобрақамларини юритиш ва хизмат кўрсатиш харажатларининг камайтирилиши. Хавфсизлиги, хусусан, рақамли валюталар муомаласи, хусусий шахслар яратадиган криптовалюталардан фарқли равишда, марказий банклар томонидан ташкил қилинади ва маълум қоидалар асосида тартибга солинади. Шунингдек, рақамли валюталар янги пул шаклларининг пайдо бўлишига замин яратгани ҳолда, рақамли технологиялардан кенг қўламда фойдаланишга имкон беради.

Сўнгги икки йил давомидаги дунё иқтисодиётидаги макроиқтисодий муаммолар таъсирида АҚШ банк амалиётида ҳам фоиз ставкаларини ошириш сиёсати қўлланилмоқда (1-жадвал).

1-жадвал

АҚШда ЯИМ йиллик ўсиш сураъти, инфляция дараджаси ва ФЗТнинг дисконт ставкаси, фоизда[17]



Кўрсаткичлар	Йиллар					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ЯИМ реал ўсиш суръатлари	2,9	2,3	- 3,4	5,7	2,1	2,5
Инфляция даражаси	1,9	2,3	0,1	4,7	8,0	3,4
ФЗТнинг дисконт ставкаси	2,5	1,75	0,25	0,75	5,25	5,50

1-жадвал маълумотларидан кўринадикки, 2018-2019 йилларда ЯИМ ўсиш суръатлари барқарор бўлган, бироқ, коронавирус пандемияси таъсирида АҚШ ЯИМ ўсиш сураъти 2020 йилда 2019 йилга нисбатан 3,4 фоизгача қисқарди. Келтирилган маълумотлардан кўринадикки, 2021-2023 йилларда АҚШда инфляция суръатлари 2020 йилга нисбатан сезиларли даражада ўсди ва бу ФЗТ дисконт ставкасини 2023 йилда 5,50 фоизгача оширишга олиб келди.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Валюта сиёсатини либераллаштириш бўйича биринчи навбатдаги чора-тадбирлар тўғрисида»ги 2017 йил 2 сентябрдаги ПФ-5177-сонли фармони[18], аввало, амалдаги валютани тартибга солиш тизимини тубдан ислоҳ қилиш, валюта сиёсатини либераллаштириш, барча тадбиркорлик субъектларига ташқи савдо фаолиятини амалга оширишда тенг шароитлар яратишга қаратилган.

Амалга оширилган тадқиқотлардан маълумки, монетар сиёсатнинг анънавий воситаларидан бири бўлиб Марказий банкнинг мажбурий захира талаблари сиёсати ҳисобланади. Мажбурий захира талаблари меъёрини ўзгартириш орқали мамлакат пул массаси ҳажмини ўзгартириш мумкин. Бироқ, мажбурий захира талаблари сиёсати монетар сиёсатнинг маъмурий воситаси ҳисобланади ва унинг пул мультипликатори орқали пул массасига таъсири ниҳоятда катта.

Жумладан, 2018 йил 1 октябрдан бошлаб Ўзбекистонда мажбурий захиралаш воситасини такомиллаштиришнинг иккинчи босқичи амалга оширилди. Мазкур босқичда мажбурий захираларни фақат миллий валютада шакллантириш тартиби жорий қилиниб, юридик ва жисмоний шахсларнинг депозитлари бўйича захиралаш меъёрлари бирхиллаштирилди, яъни миллий валютадаги депозитлар учун мажбурий захира меъёрлари пасайтирилди ва чет эл валютасидаги депозитлар бўйича мажбурий захира меъёрлари оширилди.

Ташқи омилларнинг инфляция даражасига бевосита ва билвосита босимининг кучайиши шароитларида миллий валютадаги активларнинг даромадлигини таъминлаш, давлат харажатлари, шу жумладан ойлик иш ҳақларининг оширилиши ҳамда нархлар эркинлаштирилишининг инфляцион кутилмалар ошишига таъсирининг олдини олишга йўналтирилган пул-кредит шароитларини яратиш ва реал фоиз ставкаларининг ижобийлигини таъминлаш мақсадида 2018 йилнинг 25 сентябридан Ўзбекистон Республикаси Марказий банки қайта молиялаш ставкасини йиллик 14 фоиздан 16 фоизгача оширди. Ўз навбатида, 2018 йилнинг 1 октябрдан бошлаб, тижорат банкларининг хорижий валюталардаги депозитларига нисбатан мажбурий захира ставкаси 14 фоиз қилиб белгиланди [19].

Шунингдек, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 13 сентябрдаги ПҚ-3272-сонли “Пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги қарорида умумиқтисодий, солиқ-бюджет ва пул-кредит сиёсати ўртасидаги мувофиқлаштириш амалиётини такомиллаштириш, пул-кредит



сиёсатининг ликвидликни бериш ва жалб қилиш операциялари бўйича қўлланилаётган фоизли инструментлардан фойдаланишни кенгайтириш каби пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш бўйича долзарб вазифалар қўйилган [20].

2. Ўзбекистонда инфляция даражаси ва фоиз ставкаларининг нисбатан юқори эканлиги. Жумладан, 2017 йилда йиллик инфляция даражаси 14,4 фоизни ташкил этган бўлса 2023 йилнинг 1 январь ҳолатига эса 12,3 фоизни ташкил этиб юқориликгача қолмоқда. Хусусан, ушбу даврда кредитларнинг ўртача тортилган фоиз ставкаси 18,5 фоиздан 22,2 фоизгача ўсди. Шу билан бирга, 2023 йилнинг сентябрь ойида аҳоли учун миллий валютадаги банк кредитларининг ўртача тортилган ставкаси 24,2 фоизни ташкил этди [21]. Бу сўнгги уч йил ичидаги энг юқори кўрсаткичдир. Бу эса, Марказий банк қайта молиялаш ставкасининг ошишига олиб келган. Ўз навбатида, қайта молиялаш ставкасининг оширилиши тижорат банкларининг миллий валютада берган кредитлари фоиз ставкаларининг ошишига сабаб бўлган. Айти пайтда қайта молиялаш ставкасининг йиллик ҳисобда 14 фоиз миқдорида сақлаб қолинди. Бу эса, тижорат банклари томонидан миллий валютада бериладиган кредитларнинг ўртача йиллик фоиз ставкасининг барқарорлашишига олиб келган. Натижада бу ҳолат иқтисодиётда кредитларга бўлган реал талабнинг ўсишига ижобий таъсир қилган.

Таъкидлаш жоизки, 1993 йилда Россия билан бирга МДХ давлатларидан 10 таси ўз миллий валютасини муомалага чиқарди ва ушбу давлатлар ҳудудида амал қилмай қўйган Россия рубллари Ўзбекистон каби қўшни давлатларга ёпирилиши асосида шиддатли, яъни гиперинфляцияни юзага келтирган эди. Жумладан, 1994 йилда Украинада гиреринфляция 10054 фоизга етди. Грузияда 7800 фоизни, Россияда 2800 фоиздан юқори, Болтиқбўйи мамлакатларида 2700 фоиздан ошиб кетди, Ўзбекистонда атиги 1132,3 фоизни ташкил этди. Ўзбекистон Республикаси Ҳукумати 1994 йилда тезда иқтисодиётни барқарорлаштириш чораларини кўрди. Натижада йиллик инфляция даражаси 1995 йилда 127,6 фоизгача, қарийб 10 баробарга пасайтирилди. Хусусан, 1996 йилда у 64,3 фоизгача пасайгани ҳолда МДХ давлатлари орасида биринчилардан бўлиб Ўзбекистонда ишлаб чиқаришнинг пасайишига барҳам берилди ва 1,6 фоизлик иқтисодий ўсишга эришилди. Шунингдек, 1997 йилда инфляция даражаси 27,6 фоизгача пасайтирилгани ҳолда 5,2 фоизлик иқтисодий ўсишга эришилган эди [22].

Таъкидлаш жоизки, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан монетар сиёсатни такомиллаштириш бўйича белгиланган вазифаларни ҳал қилишда бир қатор ижобий ютуқларга эришилди. Хусусан:

- 2017 йилнинг иккинчи ярмида Марказий банк томонидан қайта молиялаш кредитларини бериш амалиётининг жорий этилганлиги монетар сиёсатнинг, шу жумладан қайта молиялаш сиёсатининг самарадорлигини оширишига хизмат қилди;
- 2018 йил 1 октябрдан бошлаб Марказий банкнинг мажбурий захира сиёсатини такомиллаштириш мақсадида мажбурий захира ажратмалари суммасини фақат миллий валютада шакллантириш тартиби жорий қилиниб, юридик ва жисмоний шахсларнинг депозитлари бўйича захиралаш меъёрлари бирхиллаштирилди, яъни миллий валютадаги депозитлар учун мажбурий захира меъёрлари пасайтирилди ва чет эл валютасидаги депозитлар бўйича мажбурий захира меъёрлари оширилди [23];



– 2020 йил 1 январдан Марказий банк асосий ставкаси ва фоиз коридори, Марказий банк облигациялари ҳамда 2 ҳафталик ва 1 кунлик (овернайт) депозит, РЕПО ва своп операциялари амалиётга жорий этилди [24];

Таъкидлаш жоизки, 2020 йилдан бошлаб республикамизда инфляцион таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтишнинг бошланиши монетар сиёсат соҳасидаги устувор йўналишларнинг тубдан ўзгартирилишига олиб келди. Хусусан, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 18 ноябрдаги ПФ-5877 – сонли “Инфляцион таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида”ги фармонида мувофиқ, инфляцион таргетлаш режимига ўтиш шароитида монетар сиёсатнинг устувор йўналишлари қилиб қуйидагилар белгиланди:

1. Нархларнинг кескин ошиши ва спирал характердаги инфляциянинг олдини олиш.
2. Миллий валюта курсига нисбатан девальвацион босимни ушлаб туриш.
3. Пул бозорини шакллантириш, имтиёзли кредитлаш ва пул бозори сегменлашуви шароитларини бартараф этиш.
4. Ички ва ташқи омилларни ҳисобга олган ҳолда аҳоли ва бизнеснинг тўловга лаёқатлилигини сақлаб туриш.
5. Молия секторининг барқарорлигини таъминлаш[24].

Юқорида қайд этилган ютуқли жиҳатлар билан бирга, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан амалга оширилаётган монетар сиёсатни такомиллаштириш орқали унинг макроиқтисодий барқарорликни мустаҳкамлашдаги ролини ошириш билан боғлиқ бўлган муаммолар мавжуд. Улардан асосийлари, фикримизча, қуйидагилардан иборат. Жумладан: Марказий банк дисконт сиёсатининг мавжуд эмаслиги; Марказий банк очиқ бозор операциялари ҳажмининг кичиклиги; Марказий банк мажбурий захира ставкалари ва инфляция даражасининг юқори эканлиги.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг расмий маълумотларига кўра, 2019 йилда давлат қимматли қоғозларининг эмиссия ҳажми республика тижорат банкларининг юқори ликвидли активларига нисбатан атиги 3,4 фоизни ташкил этди. Хусусан, 2020 йилда Ўзбекистон Ҳукумати қимматли қоғозларининг эмиссия ҳажми 1,6 трлн. сўмни ташкил этди. Бу эса, кичик ҳажмдаги эмиссия ҳажми бўлиб, Марказий банкка очиқ бозор операциялари ҳажмини сезиларли даражада ошириш имконини бермайди. Ўз навбатида, давлат қимматли қоғозлари эмиссия ҳажмининг кичик эканлиги ушбу кўрсаткичлардан яққол кўринмоқда.

Шунингдек, таъкидлаш жоизки, сўнгги икки йилда Давлат қарзи портфелини диверсификация қилиш ва валюта рискинни пасайтириш мақсадида давлат қарзини хорижий валютадаги улушини босқичма-босқич пасайтириш учун миллий валютадаги халқаро облигациялар чиқариш амалиёти йўлга қўйилди. Хусусан, 2020-2021 йилларда миллий валютада 4,5 трлн. сўмлик суверен халқаро облигациялар Лондон фонд биржасида жойлаштирилди. 2022 йилда дунё бўйлаб юз берган геосиёсий вазиятнинг халқаро молия бозорларига таъсири туфайли суверен халқаро облигациялар чиқарилмади. Ички молия бозорини ривожлантириш борасида амалга оширилаётган ишлар натижасида давлат қимматли қоғозларини жойлаштириш ҳажми 2018 йилдаги 597 млрд сўмдан 2022 йилда 13,6 трлн. сўмга етказилди (2022 йилда чиқарилган соф



Давлат қимматли қоғозлари ҳажми 12,0 трлн. сўм) ҳамда давлат қимматли қоғозларининг муомала даври 10 йилгача узайтирилди[26].

Таъкидлаш жоизки, монетар сиёсатнинг билвосита воситалари барча мамлакатларда Марказий банкга монетар сиёсат самарадорлигини ошириш имконини беради. Бу эса, нархлар ва миллий валюта барқарорлигини таъминлашда, иқтисодий ўсишга эришишда, макроиқтисодий ва молияқий барқарорликни таъминлашда намоён бўлади. Ўзбекистон Республикаси Статистика Агентлиги маълумотларига кўра 2022 йилда ЯИМ номинал ҳажми 888,34 трлн. сўмни ёки 80,4 млрд. АҚШ долларини ва унинг реал ўсиш суръати 5,7 фоизни ташкил этди, аҳоли жон бошига тўғри келадиган ЯИМ ҳажми 2255 АҚШ долларига етди. Жумладан, 2023 йида ЯИМ номинал ҳажми 1,07 квадриллион сўмни ёки 90,8 млрд. АҚШ долларини ва унинг реал ўсиш суръати 6,0 фоизни ташкил этди, аҳоли жон бошига тўғри келадиган ЯИМ ҳажми 2468 АҚШ долларига етди.

2-жадвал

Ўзбекистон Республикасида пул массаси, нақд пуллар ва асосий ставка ўсиш суръатларининг ўзгариши, фоизда[27]

Йиллар	Ялпи пул массаси (М3 пул агрегати)	Нақд пуллар (М0 пул агрегати)	Асосий ставка
2013	20,3	28,7	12,0
2014	15,7	22,0	10,0
2015	24,3	17,6	14,0
2016	23,5	24,0	9,0
2017	40,2	47,0	14,0
2018	14,1	14,0	16,0
2019	13,9	9,4	16,0
2020	17,9	10,7	14,0
2021	29,7	15,0	16,0
2022	30,2	47,3	15,0
2023	12,1	8,1	14,0

2-жадвал маълумотларидан кўриш мумкинки, ялпи пул массаси ва нақд пулларнинг ўсиш суръатлари асосий ставка кўрсаткичидан юқори. Аммо Марказий банк пулга бўлган реал талаб ва пул таклифини самарали тартибга солиш мақсадида бир вақтнинг ўзида монетар сиёсатнинг бошқа билвосита воситаларидан, жумладан, мажбурий захира талаблари, валюта сиёсати ва очиқ бозордаги операциялардан ҳам кенг фойдаланган.

Пул массаси ва нақд пулларнинг юқори суръатларда ўсиши 2017 йилда валюта сиёсатининг эркинлаштирилиши ва сўнгги икки йилда номинал ЯИМнинг юқори суръатларда ўсиши ҳамда иқтисодий пулга бўлган реал талабнинг ўсиши билан изоҳланади.

Хулоса ва таклифлар

Фикримизча, юқорида қайд этилган муаммоларни ҳал қилишда қуйидаги чора-тадбирларни амалга ошириш мақсадга мувофиқдир:



1. Глобаллашув жараёнлари шароитида монетар сиёсатнинг ролини ошириш учун, Марказий банк томонидан тижорат банкларига бирламчи, иккиламчи ва мавсумий дисконт кредитларини бериш амалиётини жорий қилиш зарур. Жумладан, очиқ бозор операциялари ҳажмини жорий ликвидлик даражаси 50 фоиз ва ундан юқори бўлган тижорат банкларининг облигациялари ҳамда депозит сертификатларини очиқ бозор операциялари объектига айлантириш, хусусан, Марказий банкнинг тижорат банкларининг 1 йилдан ортиқ муддатга жалб қилинган хорижий валюталардаги депозитларига нисбатан мажбурий захира ставкасини миллий валютадаги депозитларга ўрнатилган ставка даражасида белгилаш керак.

2. Ликвидлик даражаси юқори бўлган тижорат банкларининг узоқ муддатли облигациялари ва депозит сертификатларини очиқ бозор операцияларининг объектига айлантирилиши Марказий банкнинг очиқ бозор операциялари ҳажмини ошириш имконини беради. Бу, ўз навбатида, Марказий банкнинг пул бозори ва банк тизими ликвидлигига самарали таъсир этишини таъминлайди. Бунинг учун Ўзбекистонда етарли имкониятлар, шарт-шароитлар мавжуд. Яъни, тўловга қобиллиги ва ликвидлиги талаб даражасида бўлган тижорат банклари мавжуд. Иккинчидан, тижорат банклари депозит сертификатлари ва узоқ муддатли облигацияларининг катта ҳажмдаги эмиссияси мавжуд.

3. Марказий банкнинг тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкаларига таъсир этиш имкониятини ошириш учун, биринчидан, инфляциянинг мўътадил даражасига (йиллик даражасини 3 фоиздан ошмаслигига) эришишни таъминлаш керак; иккинчидан, Марказий банкнинг қайта молиялаш кредитлари (дисконт кредити, ломбард кредити, овердрафт, муддатли кредит) бериш амалиётининг узлуксизлигини таъминлаш лозим; учинчидан, давлат қимматли қоғозларини тўғри РЕПО шарти билан жойлаштириш ҳажмини ошириш йўли орқали тижорат банкларининг депозитлар таклифига таъсир кўрсатиш зарур.

4. Ўзбекистонда иккиламчи бозорни ривожлантириш мақсадида монетар сиёсатнинг билвосита воситалари, жумладан ломбард ва овердрафт механизмлари, валюта СВОПлари, овернайт кредитлари ҳажмини, РЕПО ҳамда қайта РЕПО операцияларини кенгайтириш зарур. Бу эса, Марказий банкка муомаладаги ортиқча ликвидликни жалб қилиш, пул массаси, резерв пуллар, кредит ҳажми, банк тизими ва пул бозори ликвидлигини самарали тартибга солиш, иқтисодиёт реал секторига бевосита таъсир ўтказиш ҳамда монетар сиёсатнинг иқтисодиётдаги ролини янада оширишга хизмат қилади.

Хулоса сифатида айтиш мумкинки, ушбу илмий-назарий таклиф ва амалий тавсияларнинг амалга оширилиши, Янгиланаётган Ўзбекистонда монетар сиёсатнинг ролини янада оширишда муҳим аҳамият касб этади.

References:

1. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “2022-2026 йилларга мўлжалланган янги Ўзбекистоннинг тараққиёт стратегияси тўғрисида”ги 2022 йил 28 январдаги ПФ-60-сонли фармони// <https://lex.uz/docs/5841063>.



2. Фридмен М. Если бы деньги заговорили... Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С. 132-134.
3. 3 Mises L. The Theory of Money and Kredit. –Indianapolis, 1980. –Р. 446-448.; Фридмен М. Основы монетаризма. Пер. с англ. – М.: ТЕИС, 2002. – С. 41-43.
4. Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. 7-е изд. Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2013. -С. 490.
5. McCallum, B.T. Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy. - Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 29, 1988. - P. 173-203.
6. Юровицкий В. Эволюция денег: денежное обращение в эпоху изменений. М.: ГроссМедиа, 2005. – С. 96.
7. Моисеев С.Р. Операции центральных банков на открытом рынке ценных бумаг//Финансы и кредит. – Москва, 2003. – №6. – С. 32-40.
8. Симановский А.Ю. Банковское регулирование: революция//Деньги и кредит. – Москва, 2014. – №3. – С. 3-11.
9. Синки Дж. Финансовый менеджмент в коммерческом банке и в индустрии финансовых услуг. Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2017. – 1018с.
10. Itai Agur, Maria Demertzis. Will macroprudential policy counteract monetary policy's effects on financial stability? North American Journal of Economics and Finance 48 (2019) 65-75.
11. Martin Bodenstein, Junzhu Zaho. Employment, wages and optimal monetary policy. Journal of Monetary Economics. February 14, 2019.
12. P. Andrade, F. Ferroni. (2020). Delphic and odyssean monetary policy shocks: Evidence from the euro area. Journal of Monetary Economics Volume 117, Pages 816-832.
13. Намозов О.Ш. Монетарная политика в переходной экономике: концептуальные подходы и программные направления. Автореф. дисс. на соис. уч. ст. д.э.н. – Ташкент, 2001. – 39с.;
14. Душаев Б.М. Монетарная политика. – Ташкент: Iqtisod-Moliya, 2003. – 120 с
15. Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. - С. 737.
16. Central banks beat Bitcoin at own game with rival super currency//URL: <http://www.telegraph.co.uk/business/2016/03/13/central-banks-beatbitcoin-at-own-game-with-rival-supercurrency>.
17. Жадвал <https://www.federalreserve.gov> (АҚШ Федерал захира тизими) сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.
18. Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Валюта сиёсатини либераллаштириш бўйича биринчи навбатдаги чора-тадбирлар тўғрисида»ги 2017 йил 2 сентябрдаги ПФ - 5177-сонли фармони.
19. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг 2018 йилдаги фаолияти тўғрисидаги ҳисобот. www.cbu.uz (Ўзбекистон Республикаси Марказий банки).
20. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 13 сентябрдаги “Пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги ПҚ-3272-сонли қарори. www.lex.uz.
21. <https://daryo.uz/k/2023/10/30/ozbekiston-banklarida-kredit-foizlari-oshgani-malum-qilindi>



22. Шомуродов Р.Т. Банк тизимида монетар воситаларни такомиллаштириш масалалари. И.ф.н. илм.дар.ол.учун дисс.автореферати. – Тошкент, 2004. – 19 Б.
23. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг 2018 йилдаги фаолияти тўғрисида ҳисобот (Б.60)//www.cbu.uz (Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки).
24. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг 2019 йилдаги фаолияти тўғрисида ҳисобот (Б.73)//www.cbu.uz (Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки).
25. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 18 ноябрдаги ПФ-5877 – сонли “Инфляциян таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида”ги фармони. Қонун ҳужжатлари маълумотлари миллий базаси, 19.11.2019 й., 06/19/5877/4036-сон.
26. https://api.mf.uz/media/document/files/DB_2022_uzb_4hPh46F.pdf.
27. Жадвал www.cbu.uz Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг расмий маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.
28. G'afurov, Olimjon, and Sevinch Abrueva. "O 'ZBEKISTONNING YEVIROBLIGATSIYALAR BOZORIDAGI ISHTIROKI." Journal of Integrated Education and Research 1.6 (2022): 6-9.
29. Ochilov, B., Hoshimov, J., & Butayev, J. (2024). IQTISODIYOTGA XORIJIY INVESTITSIYALARNI JALB ETISHDA MAMLAKAT INVESTITSION JOZIBADORLIGI: NAZARIYA VA AMALIYOT (Monografiya).
30. G'afurov, O., & Ibrohimov, B. (2022). O'ZBEKISTON RESPUBLIKASINING ILK SUVEREN XALQARO OBLIGATSIYALARINI JOYLASHTIRISHDAN TUSHGAN MABLAG'LARINING QAYTA TAQSIMLANISHI VA ULAR SAMARADORLIGI TAHLILI. Science and innovation, 1(A8), 332-339.
31. Хошимов, Ж. Р., Б. Б. Очилов, and С. С. Наримонов. "ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПОЛИТИКА: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА." (2024).
32. G'afurov, O., and N. Muxiddinov. "GLOBAL YEVIROBLIGATSIYALAR BOZORI VA UNDA O 'ZBEKISTON ISHTIROKINI KENGAYTIRISH ISTIQBOLLARI." Science and innovation 1.A8 (2022): 165-169.