

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

ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ

Бобакулов Тулкин Ибодуллаевич

Абдуллаев Уткур Азимович

Исаков Жанабай Якыпбаевич

МОНЕТАР СИЁСАТ

ДАРСЛИК

Магистратура мутахасислиги:

5А 230701 – “Банк иши (пул муомаласи ва кредит)”

ТОШКЕНТ-2019

МУНДАРИЖА

КИРИШ.....	3
I-БОБ. МОНЕТАР СИЁСАТНИНГ НАЗАРИЙ АСОСЛАРИ.....	4
1.1-§. “Монетар сиёсат” тушунчасининг мазмуни.....	4
1.2-§. Монетаризм пул-кредит концепцияси.....	7
1.3-§. Ж.М. Кейнснинг пул-кредит концепцияси.....	9
1.4-§. Тобиннинг портфелли таҳлил назарияси.....	
1.5-§. Кейган назарияси.....	
1.7-§. Хиршляйфер модели Ўз-ўзини текшириш учун саволлар.....	11
2-БОБ. МОНЕТАР СИЁСАТНИНГ МАҚСАДИ, МАҚСАДЛИ КЎРСАТКИЧЛАРИ ВА АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ.....	12
2.1-§. Монетар сиёсатнинг стратегик мақсадлари.....	12
2.2-§. Монетар сиёсатнинг тактик мақсадлари.....	18
2.3-§. Монетар сиёсатнинг мақсадли кўрсаткичлари (индикаторлари).....	22
2.4-§. Монетар сиёсатнинг асосий йўналишлари.....	34
Ўз-ўзини текшириш учун саволлар.....	37
3-БОБ. МОНЕТАР СИЁСАТНИНГ ВОСИТАЛАРИ ВА УЛАРНИНГ АМАЛ ҚИЛИШ МЕХАНИЗМИ.....	38
3.1-§. Монетар сиёсатнинг анъанавий воситалари (инструментлари)	
3.2-§. Мажбурий захира сиёсати.....	55
3.3-§. Очiq бозор сиёсати.....	62
3.4-§. Валюта сиёсати.....	69
3.5-§. Депозит сиёсати.....	75
3.6-§. Монетар сиёсатнинг ноанъанавий инструментлари.....	77
Ўз-ўзини назорат қилиш мақсадида берилган саволлар.....	82
IV-БОБ. ПУЛГА БЎЛГАН ТАЛАБ, ПУЛ ТАКЛИФИ ВА ПУЛ АГРЕГАТЛАРИ.....	84
4.1-§. Пулга бўлган талаб ва уни баҳолаш.....	84
4.2-§. Пул таклифи ва уни тартибга солиш.....	87
4.3-§. Пул агрегатлари ва уларнинг таркиби.....	90
Ўз-ўзини назорат қилиш мақсадида берилган саволлар.....	94
V-БОБ. ИНФЛЯЦИЯГА ҚАРШИ СИЁСАТ ВА ИНФЛЯЦИОН ТАРГЕТЛАШНИНГ АҲАМИЯТИ.....	95

5.1-§. Инфляциянинг моҳияти ва оқибатлари.....	95
5.2-§. Инфляциянинг турлари.....	
5.3-§. Инфляцион таргетлашнинг инфляцияга қарши сиёсатдаги аҳамияти.....	
Ўз-ўзини назорат қилиш учун берилган саволлар.....	102
VI-БОБ. МОНЕТАР САТНИ АМАЛГА ОШИРИШДА ХОРИЖИЙ МАМЛАКАТЛАР ТАЖРИБАСИ.....	103
6.1-§. Тараққий этган мамлакатларда монетар сиёсат.....	103
6.2-§. Ривожланаётган этган мамлакатларда монетар сиёсат.....	106
Ўз-ўзини назорат қилиш учун берилган саволлар.....	113
VII-БОБ. ЎЗБЕКИСТОНДА МОНЕТАР СИЁСАТНИНГ ЎЗИГА ХОС ХУСУСИЯТЛАРИ.....	115
7.1-§. Ўзбекистонда монетар сиёсатни ислоҳ қилиш босқичлари	
7.2-§. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки монетар сиёсатининг ўзига хос хусусиятлари	
7.3-§. Монетар сиёсатнинг 2019 йил ва 2020-2021 йилларга мўлжалланган асосий йўналишлари.....	
Ўз-ўзини назорат қилиш мақсадида берилган саволлар.....	121
VIII-БОБ. МАКРОИҚТИСОДИЙ ВА МОЛИЯВИЙ БАРҚАРОРЛИКНИ МУСТАХКАМЛАШДА МОНЕТАР СИЁСАТНИНГ АҲАМИЯТИ.....	122
8.1-§. Монетар сиёсатнинг макроиқтисодий ўсиш суръатларининг барқарорлигини таъминлашдаги аҳамияти.....	122
8.2-§. Монетар сиёсатнинг банк тизимининг барқарорлигини таъминлашдаги аҳамияти.....	125
Ўз-ўзини назорат қилиш учун берилган саволлар.....	130
IX-БОБ. ИҚТИСОДИЁТНИ МОДЕРНИЗАЦИЯЛАШ ШАРОИТИДА ҲОЗИРГИ ЗАМОН МОНЕТАР СИЁСАТНИНГ ДОЛЗАРБ МУАММОЛАРИ.....	131
9.1-§. Хорижий давлатлар замонавий монетар сиёсатининг долзарб муаммолари.....	131
9.2-§. Ўзбекистон Республикасида монетар сиёсатнинг долзарб муаммолари.....	133
Ўз-ўзини назорат қилиш учун берилган саволлар.....	135
Тест саволлари.....	136
Таянч иборалар.....	158
Глоссарий.....	159
ҲОЖИРА ҚИЛДИРИЛГАН АДАБИЁТЛАР РЎЙХАТИ.....	162

КИРИШ

Монетар сиёсат давлатнинг иқтисодий тартибга солиш сиёсатининг асосий йўналишларидан бири ҳисобланади. Унинг объекти бўлиб, пулларга бўлган талаб ва пуллар таклифи ҳисобланади. Шу сабабли, мамлакатда инфляцион жараёнларнинг чуқурлашишига йўл қўймаслик, иқтисодийнинг пул маблағларига бўлган талабини қондириш, аҳоли ва хўжалик юритувчи субъектларнинг кредит институтларининг кредитларидан фойдаланиш даражасини ошириш, миллий валюта курсларининг барқарорлигини таъминлашда монетар сиёсат муҳим ўрин тутadi.

Марказий банклар томонидан амалга оширилаётган монетар сиёсат дунёнинг бир қатор мамлакатларида, шу жумладан, тараққий этган мамлакатларда иқтисодий ўсиш суръатлари барқарорлигини таъминлашда, экспортни рағбатлантиришда муҳим ўрин тутмоқда. Хусусан, АҚШ Федерал захира тизими (ФЗТ), Япония, Швейцария Марказий банклари ва Европа Марказий банки (ЕМБ) томонидан “миқдорий заифлаштириш” сиёсатининг қўлланилаётганлиги макроиқтисодий ўсиш суръатларини таъминлашда, аҳолининг бандлик даражасини оширишда муҳим ўрин тутмоқда.

Таъкидлаш жоизки, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли фармони билан тасдиқланган “Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси”да илғор халқаро тажрибада қўлланиладиган инструментлардан фойдаланган ҳолда пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш, шунингдек валютани тартибга солишда замонавий бозор механизмларини босқичма-босқич жорий этиш ва миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш макроиқтисодий барқарорликни янада мустаҳкамлаш ва юқори иқтисодий ўсиш суръатларини сақлаб қолишнинг зарурий шартларидан бири сифатида эътироф этилган¹. Бу эса, ўз навбатида, “Монетар сиёсат” фанини ўқитиш сифатини янада ошириш заруриятини юзага келтиради.

Мазкур ўқув қўлланмада монетар сиёсатнинг асосий масалалари – стратегик ва тактик мақсадлари, инструментлари ва индикаторларидан фойдаланиш, инфляцион таргетлаш режимини қўллаш, монетар сиёсатнинг макроиқтисодий барқарорликни таъминлашдаги ролини ошириш масалалари ёритилган.

Фаннинг предметида асосий эътибор илғор хориж тажрибаси таҳлиliga қаратилган. Чунки, АҚШ ФЗТ, ЕМБ ва Япония Марказий банкида, монетар сиёсатни ишлаб чиқиш ва амалга ошириш борасида бой тажриба мавжуд. Шунингдек, ўқув қўлланмада Ўзбекистон Марказий банки томонидан амалга оширилаётган монетар сиёсатнинг замонавий ҳолати ҳам таҳлил қилинади ва унинг ўзига хос хусусиятларига баҳо берилади.

¹Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли фармони. Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида//Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами. – Тошкент, 2017. – № 6 (766). – 32-б.

Ї-БОВ. МОНЕТАР СИЁСАТНИНГ НАЗАРИЙ АСОСЛАРИ

1.1-§. “Монетар сиёсат” тушунчасининг мазмуни

Иқтисодий адабиётда ва халқаро банк амалиётида “пул-кредит сиёсати” ва “монетар сиёсат” тушунчаларини синоним тушунчалар сифатида талқин қилиш кенг тарқалган. Масалан, россиялик таниқли иқтисодчи-олимлар – С.Моисеев, О.Лаврушин, И.Мамонова, М.Малкина, Г.Фетисовлар “пул-кредит сиёсати” тушунчасидан кенг фойдаланадилар. Ушбу ҳолатни улар томонидан чоп этилган “Марказий банк фаолиятини ташкил қилиш”, “Пул-кредит сиёсати: назария ва амалиёт”, “Россияда ва хорижда инфляцион жараёнлар ва пул-кредит орқали тартибга солиш” мавзусидаги дарслик ва ўқув қўлланмаларда яққол кўриш мумкин.

АҚШлик, япониялик ва европалик иқтисодчи олимлар томонидан нашр этилган дарсликлар, чоп этилган илмий мақолаларда “монетар сиёсат” (monetary policy) тушунчасидан фойдаланилади. Масалан, таниқли иқтисодчи олим, АҚШ ФЗТ Президенти Б.Бернанке ўзининг илмий-тадқиқот ишларида ва илмий мақолаларида фақат “монетар сиёсат” тушунчасидан фойдаланган². Шунингдек, А. Бернсда ҳам шу ҳолатни кузатиш мумкин³.

М.Малкина пул-кредит сиёсатига қуйидагича таъриф беради: “Пул-кредит сиёсати – Марказий банк томонидан пул массаси ва пуллар қийматини бошқариш бўйича комплекс чора-тадбирлар бўлиб, мамлакатда баҳолар, миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш ва иқтисодий ўсишни рағбатлантириш мақсадида амалга оширилади”⁴.

С.Моисеевнинг фикрига кўра, пул-кредит сиёсати – бу давлатнинг иқтисодиётни тартибга солиш борасидаги сиёсатининг муҳим йўналишларидан бири бўлиб, пул бозоридаги талаб ва таклиф унинг объекти ҳисобланади⁵.

Д.Виноградов ва М.Дорошенко ҳаммуаллифлигида чоп этилган “Молиявий-пуллик иқтисодиёт” (Финансово-денежная экономика) мавзусидаги ўқув қўлланмада пул-кредит сиёсати пул массаси ва фоиз ставкаларининг даражаларини тартибга солишга йўналтирилган сиёсат сифатида эътироф этилган⁶.

Р.Миллер ва Д. Ван-Хуз ҳаммуаллифлигида ёзилган “Замонавий пуллар ва банк иши” мавзусидаги дарсликда монетар сиёсат пул эмиссияси ва пул

² Bernanke B. Constrained Discretion and Monetary Policy. Remarks before the Money Marketeers of New York. N.Y.: University, 2003. February 3.

³ Burns A. Rejections of an Economic Policymaker: Speeches and Congressional Statements: 1969-1978. Washington: American Enterprises Institute, 1978. – P. 50.

⁴ Малкина М.Ю. Инфляционные процессы и денежно-кредитное регулирование в России и зарубежом. Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 2012. – С. 254.

⁵ Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика. Учебное пособие. – М.: Московская финансово-промышленная академия. 2011. – С. 21.

⁶ Виноградов Д.В., Дорошенко М.Е. Финансово-денежная экономика. Учебное пособие. – М.: Изд. дом. ГУ ВШЭ, 2009. – С. 360.

массаси устидан назорат қилишга қаратилган тадбирлар мажмуи сифатида талқин қилинган⁷.

Таниқли иқтисодчи олим Н. Мэнкью АҚШ ФЗТнинг монетар сиёсатини иқтисодиётда муомалада бўлган пуллар устидан назорат қилишни амалга ошириш сифатида талқин қилган⁸.

Юқорида қайд этилган хулосалар ва таърифлардан кўринадики, кўпчилик иқтисодчи олимлар томонидан монетар сиёсат пулларга бўлган талаб ва пуллар таклифини тартибга солиш ва назорат қилишга қаратилган чора-тадбирлар мажмуи сифатида эътироф этилган.

Таниқли иқтисодчи олимларнинг монетар сиёсатнинг турлари хусусидаги фикрларини ўрганиш ва умумлаштириш натижасида шундай хулосага келдикки, монетар сиёсатнинг икки асосий тури мавжуд:

1. Рестрикцион монетар сиёсат.
2. Экспансионистик монетар сиёсат.

Рестрикцион монетар сиёсат деганда, одатда, муомаладаги пул массасининг ўсиш суръатларини жиловлашга қаратилган монетар сиёсат тушунилади.

Рестрикцион монетар сиёсатни амалга оширишда Марказий банк куйидаги усуллардан фойдаланади:

- Марказий банкнинг мажбурий захира ставкаларининг даражаси оширилади;
- тижорат банкларига қимматли қоғозлар Марказий банк томонидан қайта сотиб олиш шарти билан сотилади;
- Марказий банк томонидан ҳукуматга ва тижорат банкларига тегишли бўлган вақтинчалик бўш пул маблағлари депозит ҳисобрақамларига жалб этилади;
- Марказий банк валюта сиёсати доирасида миллий валютадаги пул маблағлари ҳажмининг ўсиш суръатларини чеклашга қаратилган операцияларни амалга оширади.

Экспансионистик монетар сиёсат деганда муомаладаги пул массасининг мультипликатив кенгайишини таъминлаш асосида тўловга қобил талабни рағбатлантиришга қаратилган монетар сиёсат тушунилади.

Экспансионистик монетар сиёсатни амалга оширишда Марказий банк куйидаги усуллардан фойдаланади:

- Марказий банк қайта молиялаш ставкаларини пасайтиради ва тижорат банкларига бериладиган марказлашган кредитларнинг ҳажмини оширади;
- тижорат банкларининг кредитлаш ҳажмига нисбатан Марказий банк томонидан белгиланган лимитлар ҳажми оширилади, яъни банкларга кредитлар миқдорини оширишга имконият яратилади;
- Марказий банкнинг мажбурий захира ставкалари пасайтирилади;

⁷ Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело. Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – С.428.

⁸ Мэнкью Н.Г. Принципы макроэкономики. 4-ое изд. Пер. с англ. – СПб.: Питер, 2009. - С. 297.

– тижорат банкларига қимматли қоғозлар Марказий банк томонидан қайта сотиш шарти билан сотиб олинади;

– Марказий банк валюта сиёсати доирасида миллий валютадаги пул маблағлари ҳажмининг ўсиш суръатларини оширишга қаратилган операцияларни амалга оширади.

2008 йилда бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг оқибатларини бартараф этишда дунёнинг кўпчилик мамлакатларида Марказий банklar экспансионистик монетар сиёсатни амалга оширишди. Хусусан, АҚШ ФЗТ, Япония Марказий банки ва Европа Марказий банки ноллик ҳисоб ставкаларига асосланган “арзон пуллар” сиёсатидан фойдаланишди.

Ўзбекистон Республикасида, жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг миллий иқтисодиётга нисбатан юзага келган салбий таъсирига барҳам бериш мақсадида ички тўловга қобил талабни рағбатлантиришга қаратилган тадбирлардан фойдаланилди. Хусусан, Ўзбекистон Республикасининг Биринчи Президенти И.А.Каримовнинг ташаббуси билан 2009 йилдан 2012 йилнинг 1 январига қадар, гўшт ва сутни қайта ишлашга ихтисослашган микрофирма ва кичик корхоналар учун бўшаган маблағларни ишлаб чиқаришни техник қайта жиҳозлаш ва модернизация қилишга мақсадли равишда йўналтириш шарти билан ягона солиқ тўлови ставкаси 50 фоизга қисқартирилди. Бундан ташқари, тайёр ноозиқ-овқат товарларнинг муайян турларини ишлаб чиқаришга ихтисослашган корхоналарни фойда ва мулк солиқларидан, микрофирма ва кичик корхоналар ягона солиқ тўловидан озод қилинди. Шунингдек, маҳсулотларини экспорт қилаётган корхоналарга айланма маблағларни тўлдириш учун берилаётган қисқа муддатли кредитларнинг йиллик фоиз ставкасини Ўзбекистон Республикаси Марказий банки қайта молиялаш ставкасининг 70 фоиздан ошмаслиги белгилаб қўйилди.

Республикаимизда ички тўловга қобил талабни рағбатлантиришда монетар сиёсатнинг ролини ошириш масаласига жиддий эътибор қаратилмоқда. Хусусан, 2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясини “Фаол тадбиркорлик, инновацион ғоялар ва технологияларни қўллаб-қувватлаш йили”да амалга оширишга оид давлат Дастурида монетар сиёсатни амалга ошириш ва уни ривожлантиришнинг ўрта муддатли Концепциясини ҳамда 2018-2021 йилларда Концепцияни амалга ошириш бўйича “йўл харитаси”ни ишлаб чиқиш, банklar билан тадбиркорлик субъектлари ўртасида самарали ва ўзаро манфаатли ҳамкорлик муносабатларини таъминлаш чора-тадбирлари белгиланган.

Экспансионистик монетар сиёсат мамлакат банк тизимининг ликвидлилигини ошириш, ички тўловга қобил талабни рағбатлантириш ва шунинг асосида иқтисодиётни турғунлик ҳолатидан чиқариш имконини беради.

Экспансионистик пул-кредит сиёсатининг қўлланилиши миллий иқтисодиётнинг пул маблағлари билан таъминланганлик даражасини ошишига олиб келади.

1.2-§. Монетаризм пул-кредит концепцияси

Монетаризм пул-кредит концепцияси XX асрнинг 70-йилларида АҚШнинг Чикаго университети профессори М.Фридмен томонидан яратилган.

М. Фридмен иқтисодиётнинг барқарор ривожланиши пул массасининг мўътадил ва мунтазам ўсишини талаб қилади, деган илмий хулосани шакллантирди.

У назорат объекти сифатида М2 пул агрегатини танлади.

М.Фридменнинг илмий хулосасига кўра, пул массасининг йиллик 3-5 фоиз даражасида ўсиши иқтисодиётда иқтисодий фаолликни кучайтиради. Пул таклифининг ўсиши йилига 3-5 фоиздан юқори бўлса, унда инфляция ўса бошлайди, агар, иқтисодиётда пул таклифининг ўсиши 3-5 фоиздан кам бўлса, ялпи миллий маҳсулотнинг ўсиш суръати пасая бошлайди⁹.

М. Фридменнинг пул қоидаси ўзининг амалий аҳамиятга эга эканлигини кўрсатди. Хусусан, муомаладаги пул массасининг ҳар йили 3-5 фоиздан ўсишини кўзлаган сиёсат натижасида АҚШда XX асрнинг 80-йилларида инфляция даражасининг йиллик 10 фоиздан 5 фоизгача пасайтириш, ЯИМ ҳажмини эса, йилига 3-5 фоиз атрофида ўсиб боришига эришилди.

М.Фридменнинг муомаладаги пул массасининг ўзгариши иқтисодий конъюнктуранинг ўзгаришига боғлиқ эмас, деган илмий хулосаси амалиётда ўз исботини топмади. 1997-1998 йилларда Жанубий-Шарқий Осиё мамлакатларида юз берган иқтисодий инқироз, 2008 йилда бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқироzi муомаладаги пул массасининг ҳажми билан иқтисодий конъюнктуранинг ўзгариши ўртасида бевосита алоқадорлик мавжудлигини кўрсатди.

М.Фридменнинг монетаризм назариясига кўра, пулларга бўлган талаб касса қолдиқлари ва номинал даромаднинг ўсишига мос равишда камаймайди, аксинча ўзгармасдан қолади. Чунки, пуллар таклифидаги ҳар бир ўзгариш нафақат инвестициялар даражасига, балки шахсий истеъмолнинг ҳажмига ҳам таъсир қилади. Шахсий истеъмолнинг ҳажми эса, ўз навбатида, номинал даромадларнинг динамикасига мутаносиб равишда ўзгариб боради. Натижада пулларга бўлган талаб ҳар бир алоҳида олинган давр мобайнида барқарор миқдор сифатида сақланиб қолади, пуллар таклифи эса доимий равишда тебраниб туради.

М. Фридмен пул массасининг ўсиш кўрсаткичини монетар сиёсатнинг асосий тактик мақсади, деб ҳисоблайди.

⁹ Фридмен М. Если бы заговорили деньги. Пер. с англ.-М.:ИНФРА-М, 2001.- С. 63.

М.Фридмен пулларга бўлган талаб функцияси ва харажатлар функциясини барқарор, деб ҳисоблайди. Шу сабабли, у пул массасини монетар сиёсатнинг тактик мақсади сифатида қабул қилиш мақсадга мувофиқ, деган хулосага келди.

Монетаризм пул-кредит концепциясининг асосчиси бўлган М.Фридмен ва унинг издошлари Марказий банклар фаолиятини тубдан ислоҳ қилишни таклиф қиладилар. Уларнинг фикрига кўра, Марказий банк ҳукуматнинг иқтисодий сиёсатини қўллаб-қуватлашлари шарт эмас. Шу туфайли, улар Марказий банк ҳукумат харажатларини молиялаштириш жараёнида умуман иштирок этмасликлари зарур, деган ғояни илгари сурадилар.

М.Фридмен Марказий банк томонидан ҳукумат харажатларининг молиялаштирилишини пул муомаласини издан чиқарувчи омил, деб ҳисоблайди.

М. Фридмен, А.Шварц билан амалга оширган таҳлилларининг натижаларига асосланган ҳолда, Марказий банк пул массасининг барқарор ўсишини таъминлаши керак, деган хулосага келди. Бу қатъий белгиланган қоидага асосан амалга оширилиши ва аниқ миқдорга эга бўлиши керак эди.

М.Фридмен ва унинг издошлари пул массасининг ўсиш кўрсаткичидан пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида фойдаланишни мақсадга мувофиқ деб ҳисоблайдилар. Уларнинг мазкур хулосаси пулларга талаб функцияси харажатлар функциясига нисбатан барқарор, деган назарий қарашга асосланади¹⁰.

Монетаризм мактаби вакиллари давлатнинг пул-кредит соҳасига аралашуви, давлат харажатларининг банк тизими кредитларидан қопланиши каби амалиётларга қарши чиқадиладар. Улар Марказий банкнинг пуллар таклифини назорат қилиш имкониятига қаттиқ ишонадилар. Мазкур ҳолатлар ҳам пул массасининг ўсиш кўрсаткичидан пул-кредит сиёсати индикатори сифатида фойдаланиш зарур, деган хулосанинг шаклланишига асос бўлди.

М. Фридмен пул массасининг йиллик ўсиш суръати қатъий кўрсаткич сифатида белгилаб қўйилиши ва мазкур кўрсаткичнинг бажарилиши Марказий банк томонидан таъминланиши шарт деб ҳисоблайди. барқарор ўсишини таъминлаши керак, деган хулосага келди. Шу сабабли, М.Фридмен пул массасининг йиллик ўсиш кўрсаткичини 4% қилиб белгилашни таклиф қилди. Унинг фикрича, пул массасининг ўсиши пировард маҳсулот баҳосининг узоқ муддатли даврий оралиқдаги барқарор ўсишига асосланиши лозим¹¹.

М.Фридмен назорат объекти сифатида М2 пул агрегатини танлади. Демак, Марказий банк томонидан муомалага чиқарилган нақд пуллар, тижорат банкларидаги талаб қилиб олинадиган депозитлар ва муддатли депозитларнинг ўсиши Марказий банкнинг назорати остида бўлиши лозим.

¹⁰ Фридмен М. Если бы деньги заговорили... Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С. 54.

¹¹ Фридмен М. Если бы деньги заговорили... Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С. 139-140.

М.Фридменнинг пул массаси ўсиш кўрсаткичига иқтисодий конъюнктуранинг ўзгариши таъсир этмаслиги керак, деган илмий хулосаси амалиётда ўз исботини топмади. Ҳақиқатда иқтисодий конъюнктуранинг ўзгариши аҳоли ва хўжалик юритувчи субъектларнинг активларни шакллантириш борасидаги ҳатти-ҳаракатларига таъсир кўрсатди. Чунончи, иқтисодий инқирозлар пайтида уларда активларининг асосий қисмини пул шаклида сақлашга интилишнинг кучайиши амалиётда исботланди.

1.3-§. Ж.М. Кейнснинг пул-кредит концепцияси

Ж.Кейнснинг пул-кредит концепциясида “Арзон пуллар” сиёсати муҳим ўрин тутди.

Бунда Ж.Кейнс Марказий банкнинг ҳисоб ставкасини пасайтириш йўли билан тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкаларини пасайтиришга эришишни таклиф қилган. Бунинг натижасида компанияларнинг банк кредитларидан фойдаланиш даражаси ошади ва уларнинг инвестицион харажатларини молиялаштириш ҳажми ошади.

Ж.М. Кейнснинг концепциясида пулларга ишлаб чиқаришнинг эндоген омили сифатида қаралади ва пулларни ликвидли актив сифатида сақлашнинг субъектив асослари таҳлил қилинади. Таҳлил жараёнида асосий эътибор ишлаб чиқариш жараёнининг узлуксизлигини таъминлашда пул маблағларидан фойдаланишга қаратилди.

Ж. Кейнснинг пул-кредит концепциясида фоиз ставкаси муҳим ўрин эгаллаб, фоиз ставкаларига таъсир этиш йўли билан ишсизлик даражаси ва иқтисодий ўсишга бевосита таъсир қилиш мумкин, деб ҳисоблайди.

Ж.Кейнс томонидан таклиф қилинган монетар сиёсатнинг узатиш механизми уч босқичдан иборат:

- * биринчи босқич: пуллар таклифи – фоиз меъёри;
- * иккинчи босқич: пуллар таклифи – фоиз меъёри – инвестициялар;
- * учинчи босқич: пуллар таклифи – фоиз меъёри – инвестициялар – миллий даромад.

Ж.Кейнснинг узатиш механизмига кўра, пуллар таклифининг ўсиши натижасида фоиз ставкасининг пасайиши инвестицияларнинг муқобил қийматини пасайтиради. Айни вақтда, фоиз меъёрининг пасайиб бориши билан фирма ва компаниялар ўзларининг режали инвестициялари ҳажмини оширадилар. Бу харажатлар режали харажатларнинг умумий суммаси билан кўшилиб, товар захираларининг кўзда тутилмаган миқдорда сарфланишига олиб келади. Фирма ва компаниялар эса, бундай шароитда маҳсулот ишлаб чиқаришни кўпайтирадилар. Бу эса, ўз навбатида, миллий даромаднинг кўпайишига олиб келади.

Ж.Кейнснинг мазкур узатиш механизми таъсир босқичлари хусусидаги қарашларидан келиб чиқадиган хулоса шуки, экспансионистик пул-кредит сиёсати фоиз ставкаси даражасининг пасайишига ва миллий даромад ўсиш суръатларининг юқори даражада бўлишига олиб келади. Шу сабабли,

Марказий банк томонидан муомаладаги пул массасини жиловлашга қаратилган сиёсатнинг амалга оширилиши узатиш механизмини тескари йўналиш бўйича ишлай бошлашига олиб келади. Яъни, тижорат банклари ўз захираларининг камайишига жавобан фоиз ставкаларини оширадилар. Бунинг натижасида, фирма ва компаниялар ўзларининг режали инвестициялари ҳажмини қисқартиришга мажбур бўладилар. Режали инвестицияларнинг қисқариши эса, ўз навбатида, миллий даромад миқдорининг камайишига олиб келади. Демак, кейнсча узатиш механизмига кўра, муомаладаги пул массасини қисқартиришга қаратилган пул-кредит сиёсати, пировард натижада, фоиз меъёрининг ўсишига ва миллий даромад даражасининг пасайишига олиб келади.

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.

Ж.М.Кейнснинг фикрига кўра, тадбиркорлар капиталнинг маржинал самарадорлиги кредитнинг фоиз ставкасига тенглашгунга қадар инвестицияни амалга ошираверадилар. Бундай шароитда умумий даромадни ўсиши инвестицияни ўсишига боғлиқ бўлади. Шу сабабли, давлат муомаладаги пул миқдорини ўзгартириш йўли билан даромадларнинг ўсиш суръатига таъсир этиш имкониятига эга.

Ж.М.Кейнснинг илмий хулосасига кўра, пулларга бўлган талаб ва фоиз ставкаси ўртасидаги ўзаро муносабат барқарор эмас. Бунинг сабаби шундаки, фоизнинг «мўътадил» ставкаси даражаси иқтисодиёт субъектларининг ҳатти-ҳаракатига боғлиқ ва турли даврий оралиқларда ҳар хил ҳолатлар таъсирида ўзгариб туради. Ушбу беқарорлик туфайли молия органлари фоиз ставкаларининг мақбул даражасига эришиш мақсадида пул массасини зарур даражада ўзгартириш учун зарур бўлган оралиқ нишонларни танлаб олиш имкониятига эга бўлмайди. Бундай шароитда асосий эътибор бюджет сиёсатининг инструментларига қаратилиш даркор. Чунки, бундай шароитда фоиз ставкаси ва умумий талаб ўртасидаги ўзаро муносабатларда ҳам ноаниқлик кузатилади.

Ж.М.Кейнснинг фикрига кўра, пулларга бўлган талабнинг фоиз ставкаларига нисбатан эластиклик даражаси жуда паст.

1.4-§. Тобиннинг портфелли таҳлил назарияси.

Ж.Тобиннинг портфелли таҳлил назариясига кўра, ер, қўзғалмас мулк юқори даромад келтириш хусусиятига эга бўлиши билан бирга, юқори риск даражасига эга. Бошқа активлар – нақд пуллар, қимматли қоғозлар, банклардаги омонатлар юқори ликвидлиikka эга, аммо уларнинг риск ва даромадлилик даражаси паст. Амалиётда мутлақ рисксиз актив мавжуд эмас. Чунки, энг юқори ликвидли актив ҳисобланган нақд пуллар ҳам инфляция таъсирида харид қобилиятини пасайиш rischiга дучор бўлади. Аммо, нақд пулларга ўхшаган активларнинг риск даражаси паст бўлганлиги учун уларни амалиётда “рисксиз активлар” деб аташ қабул қилинган.

Ҳар қандай актив икки хусусиятга эга:

- даромадлилик;
- рисклилик.

Активнинг даромадлилиги сифатида унинг қийматини 1 йилдан кейин кутилаётган ошишини олиш мумкин. Агар W_1 – активнинг жорий даврдаги қиймати бўлса, W_2 – активнинг бир йилдан кейин кутилаётган қийматидир. Унда r_i миқдори i активнинг даромадлилигини кўрсатади:

$$r_i = [(W_2 - W_1) : W_1] \times 100\%$$

Рисксиз активнинг даромадлилигини r_f деб оламиз, жами капитал бозорининг (биржада котировка қилинадиган барча қимматли қоғозларнинг) даромадлилигини r деб қабул қиламиз.

Ж.Тобин айтадики, компанияларнинг қимматли қоғозларига қилинган инвестициялари юқори рискли актив ҳисобланади, чунки ушбу инвестициялар паст ёки юқори даражадаги ноаниқлик ва беқарорлиги билан ажралиб туради. Рискли активлар билан амалга ошириладиган операциялардан кўрилиши мумкин бўлган зарарлар миқдорини камайтириш мақсадида компаниялар ва банкларнинг пул маблағлари портфель кўринишида тақсимланади.

Риск қачон юзага келади? Активларнинг ҳақиқатдаги даромадлилиги билан кутилаётган даромадлилиги мос келмаганда риск юзага келади. Рискли активнинг даромадлилиги рискли активлар портфелининг даромадлилиги тарқатиб ташлаш зарур бўлган тасодифий миқдорлар ҳисобланади. Тасодифий миқдорнинг тарқатиб ташлаш қанчалик кенг бўлса, даромаднинг ҳақиқатдаги миқдорини кутилаётган миқдоридан тебраниш эҳтимоли шунчалик юқори бўлади. Шунинг учун риск мезонлари сифатида даромаднинг вариабеллик кўрсаткичидан фойдаланилади:

$$D = \sigma^2 = \sum p_i (x_i - \bar{x})^2$$

Бу ерда:

D – дисперсия

p – i дастлабки ҳолатдаги эҳтимоллик
 x_i – i ҳолатдаги даромадлилик
 $\bar{x}$ – даврдаги миқдорнинг ўртача даромадлилиги
 σ – стандарт четланиш

1.5-§. Кейган назарияси

Кейганнинг пулларга бўлган талаб функцияси инфляция кучайган даврларда амал қилади. Иқтисодиётда баҳолар кескин ошганда пулнинг харид қобилияти сезиларли даражада пасаяди. Бундай шароитда реал даромад, реал фоиз ставкаси ва бошқа макроиқтисодий индикаторларнинг пулларга бўлган талабга таъсири сезиларсиз бўлиб қолади. Натижада, индивидларнинг пуллар бўлган хоҳиши ва талаби инфляция суръатига мутаносиб равишда камаяди:

$$MD : P = f (J^e)$$

Бу ерда:

J^e – кутилаётган инфляция

$MD : P$ – реал пулларга бўлган талаб

Кейганнинг функциясини қуйидаги логарифмик шаклда ҳам акс эттириш мумкин:

$$\ln m = - \alpha J^e$$

α – фоиз ставкаси бўйича пулларга бўлган талабнинг эластиклиги.

1.6. Хиршляйфер модели

АҚШлик иқтисодчи олим Д.Хиршляйфер 1958 йилда молиявий воситачиларнинг иқтисодиётдаги ролини асослашга хизмат қиладиган моделини яратган. Ушуб модел фирмалар ва уй хўжаликларининг вақтлараро танлов модели деб аталади.

Вақтлараро танловнинг хусусияти шундаки, бугун олинадиган пуллар келугсида олинадиган пулларга нисбатан юқори баҳоланади. Чунки, бугунги даромад бевосита истеъмол ҳисобланади. Агар истеъмол кечиктирилса, унда истеъмолчи зарар кўради. Бунинг сабаби шундаки, ушбу зарар келгусида юқори даромад ҳисобидан қопланади. Агар пуллар истеъмолдан олиниб кечиктирилса, у ҳолда уларнинг қиймати ўсиш билан ҳисобланади:

$$C_2 = (1 + r) C_1$$

C_1 – кечиктирилган пуллар, яъни келгусига олиб қўйилган пуллар

C_2 – эртага оилнадиган пуллар

r – фоиз ставкаси

Келгусига олиб қўйилган пулларнинг қиймати ҳозирги қийматга ўтказиш мумкин, яъни дисконтлашган қийматини топиш мумкин:

$$C_1 = C_2 : (1 + r)$$

Истеъмомлигига тегишли бўлган ушбу ғоя фирмага ҳам таъллуқлидир. Фирма ҳам келгусида оладиган даромадини – келгусидаги фойдасини дисконтлашган қийматини шу тарзда аниқлайди:

$$П_1 = П_2 : (1 + r)$$

Бу ерда:

$П_1$ – фирманинг бугунги фойдаси

$П_2$ – фирманинг эртанги фойдаси.

Агар молия тиизмлари ва банклар бўлмаганида эдита, унда фирмалар ва уй хўжаликлари иккинчи даврда ишлаб чиқаришни амалга ошириш учун ўзларининг жорий даромадларининг бир қисмини сақлаб қўйишга, яъни кечиктиришга мажбур бўлар эдилар. Бу эса, уларнинг фаолиятини ривожлантиришга жидидй тўсқинлик қилар эдилар.

Молиявий воситачилар ва банклар фирмалар ва уй хўжаликларининг инвестиция лойиҳаларига ўзларининг даромадлари етмаган ҳолларда кредитлар беради. Аксинча, фирмалар ва уй хўжаликлари даромадларининг харажатлардан ортиб қолган қисмини молиявий воситачиларга ресурс сифатида бериб туради.

Ўз-ўзини текшириш учун саволлар

1. Иқтисодчи олимларнинг монетар сиёсатнинг мазмуни хусусидаги қандай назарий қарашларини биласиз?
2. Рестрикцион монетар сиёсат деганда нимани тушунасиз?
3. Экспансионистик монетар сиёсат деганда нимани тушунасиз?
4. Ж.М. Кейнснинг “Арзон пуллар” сиёсати тўғрисида нималарни биласиз?
5. Монетризм пул-кредит концепциясининг қандай қоидалари ва хулосалари мавжуд?
6. Ж.Кейнснинг пул-кредит сиёсатининг узатиш механизми неча босқичлан иборат?
7. Етакчи пул-кредит концепцияларининг қайси қоидаларини Ўзбекистон Республикаси амалиётига қўллаш мумкин?

2-БОБ. МОНЕТАР СИЁСАТНИНГ МАҚСАДИ, МАҚСАДЛИ КЎРСАТКИЧЛАРИ ВА АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ

2.1-§. Монетар сиёсатнинг стратегик мақсадлари

Иқтисодий адабиётда кўпчилик иқтисодчи олимлар томонидан миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш ва мамлакатда баҳолар барқарорлигига эришиш монетар сиёсатнинг стратегик мақсадлари сифатида эътироф этилган. Масалан, В.Шенаев, О.Наумченконинг «Марказий банк иқтисодиётни тартибга солиш жараёнида» номли монографиясида, Ж.Матукнинг «Франция ва бошқа мамлакатларнинг молия тизимлари» номли монографиясида миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш ва мамлакатда баҳолар барқарорлигига эришиш монетар сиёсатнинг стратегик мақсадлари эканлиги қайд этилган¹².

Шунингдек, Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисидаги қонунда Марказий банк монетар сиёсатининг стратегик мақсади миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш эканлиги эътироф этилган¹³. Аммо, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 9 январдаги ПФ-5296-сонли “Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг фаолиятини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги фармонида Ўзбекистон Республикаси Марказий банки фаолиятининг стратегик мақсадлари қилиб, қуйидагилар белгиланди:

- нархлар барқарорлигини таъминлаш;
- банк тизими барқарорлиги ва ривожланишини таъминлаш;
- тўлов тизими барқарорлиги ва ривожланишини таъминлаш.

Шунингдек, мазкур Фармонда Ўзбекистон Республикаси Марказий банкига 2018 йилнинг 1 сентябрига қадар илғор хорижий тажриба ва умумэътироф этилган нормалар ва стандартларни чуқур ўрганиш, ихтисослашган халқаро молия институтларининг тегишли эксперт хулосалари асосида Ўзбекистон Республикасининг “Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида”ги ва “Банклар ва банк фаолияти тўғрисида”ги қонунлари лойиҳаларини янги таҳрирда ишлаб чиқиш ва Вазирлар Маҳкамасига киритиш вазифаси юклатилди¹⁴.

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

¹² Шенаев В.Н., Наумченко О.В. Центральный банк в процессе экономического регулирования. – М.: АО «Консалтбанк», 1994. – 112 с.; Матук Ж. Финансовые системы Франции и других стран. Том 1. – М.: АО «Финстатинформ», 1994. – 365 с.

¹³ Ўзбекистон Республикасининг “Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида”ги Қонуни. 1995 йил 21 декабрь. – 154-И-сонли Қарор.

¹⁴ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 9 январдаги ПФ-5296-сонли “Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг фаолиятини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги фармони//Ўзбекистон Республикаси Қонун ҳужжатлари маълумотлари миллий базаси. Норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар расмий эълон қилиш бўлими. www.lex.uz.

Шуниси характерлики, Марказий банклар ичида фақат Европа Марказий банкининг Низомида унинг монетар сиёсатининг стратегик мақсади еврозонада баҳолар барқарорлигига эришиш эканлиги қайд этилган. Демак, евронинг барқарорлигини таъминлаш ЕМБ монетар сиёсатининг стратегик мақсади ҳисобланмайди.

В. Рудько-Силиванов, Н.Кучина, М.Жевлакова ҳаммуаллифлигида чоп этилган “Марказий банк фаолиятини ташкил қилиш” мавзуидаги ўқув қўлланмада монетар сиёсатнинг қуйидаги стратегик мақсадларининг мавжудлиги эътироф этилади:

- баҳолар барқарорлигини таъминлаш;
- тўлиқ бандликка эришиш;
- ишлаб чиқариш реал ҳажмининг ўсишини таъминлаш;
- тўлов балансининг мувозанатини таъминлаш¹⁵.

Бу ерда монетар сиёсатнинг асосий стратегик мақсади – миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш эътироф этилмагани ҳолда, ишлаб чиқариш реал ҳажмининг ўсишини ва тўлов балансининг мувозанатини таъминлаш унинг стратегик мақсади сифатида қайд этилмоқда.

С.Моисеевнинг фикрига кўра, монетар сиёсатнинг қуйидаги тўртта стратегик мақсадлари мавжуд:

- баҳолар барқарорлиги;
- миллий валютанинг барқарорлиги;
- мамлакатда молиявий барқарорликни таъминлаш;
- мувозанатлашган иқтисодий ўсиш¹⁶.

Р.Миллер ва Д. Ван-Хузнинг фикрига кўра, монетар сиёсатнинг икки стратегик мақсади мавжуд: товарлар ва хизматлар ишлаб чиқаришнинг юқори ва барқарор даражасини таъминлаш; инфляциянинг паст ва барқарор даражада бўлишига эришиш¹⁷.

Ушбу иқтисодчи олимлар ҳақли равишда эътироф этадиларки, Марказий банкнинг монетар сиёсат ёрдамида товарлар ва хизматлар ишлаб чиқаришнинг юқори ва барқарор даражасини таъминлаши ишсизлик даражасини пасайтириш имконини беради. Бу эса, Ҳукумат иқтисодий сиёсатининг стратегик мақсадларидан бири бўлган ишсизликнинг паст ва барқарор даражасини таъминлаш мақсадига мос келади.

О.Намозов монетар сиёсатнинг стратегик мақсадлари сифатида молиявий барқарорлик, иқтисодий ўсиш ва тўлов балансининг барқарорлигини кўрсатади¹⁸.

¹⁵ Рудько-Силиванов В.В., Кучина Н.В., Жевлакова М.А. Организация деятельности Центрального банка. Учебное пособие. – М.: КНОРУС, 2011. – С. 32-33.

¹⁶ Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика. Учебное пособие. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. – С. 218.

¹⁷ Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело. Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – С. 645-646.

¹⁸ Намозов О.Ш. Монетарная политика в переходной экономике: концептуальные подходы и программные направления. Автореф. дисс. на соиск. уч. ст. д.э.н. – Ташкент, 2011. – С. 11.

2008 йилда бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқироzi дунёнинг кўплаб мамлакатларида, шу жумладан тараққий этган мамлакатларда, миллий банк тизимининг ликвидлилигига ва макроиқтисодий ўсишга нисбатан кучли салбий таъсирни юзага келтирди. Бу эса, ўз навбатида, Марказий банклар томонидан амалга оширилаётган монетар сиёсатнинг стратегик мақсадларига ҳам таъсир кўрсатди.

Глобал молиявий инқироз таъсирида тижорат банклари томонидан берилган кредитларнинг катта қисмини ўз вақтида қайтмаганлиги уларнинг ликвидлилигини издан чиқишига олиб келган асосий омил бўлди. Натижада, тижорат банкларида ликвидлилик rischi чуқурлашди.

Маълумки, тижорат банкларида ликвидлилик riskининг чуқурлашиши хўжалик юритувчи субъектлар ўртасидаги пуллик тўловларнинг узлуксизлигини бузилишига олиб келади. Бу эса, иқтисодиётга жиддий зарар етказди. Бундан ташқари, ликвидлилик rischi тижорат банкини банкрот бўлишига олиб келиши мумкин. Бу эса, ўнлаб, юзлаб корхоналарнинг хонавайрон бўлишига олиб келади. Ушбу салбий оқибатларнинг олдини олиш мақсадида дунёнинг кўплаб мамлакатларида Марказий банклар ва Ҳукуматлар томонидан тижорат банкларининг ликвидлилигини оширишга қаратилган тадбирлар амалга оширилди. Шу ўринда қайд этиш жоизки, жаҳон молиявий-иқтисодий инқироzi даврида банк тизимининг ликвидлилигини таъминлашга қаратилган чора-тадбирлар мамлакатларда турлича шаклларда амалга оширилди. Масалан, АҚШда ФЗТ ҳисоб ставкасини глобал инқироз даврида 0,25 фоизгача туширди. Бу эса, АҚШ тарихидаги энг паст ҳисоб ставкаси ҳисобланади. Ана шундай паст ҳисоб ставкаларида АҚШ тижорат банкларига 2,0 трлн миқдорида марказлашган кредитлар берилди. 2008 йил 16 октябрда ФЗТ тижорат банкларига бир ойдан олти ойгача муддатга марказлашган кредитлар олиш имконини берадиган аукционлар ўтказишини эълон қилди. ФЗТнинг тижорат банкларининг ликвидлилигини таъминлаш мақсадида берилган ушбу кредитлари гаров асосида берилган бўлиб, гаров объектлари таркибига биринчи марта «А-» дан «BBB-» гача рейтингга эга бўлган активлар киритилди. Бундан ташқари, 2008 йилнинг март ойидан бошлаб, ФЗТ TSLF (Term Securities Lending Facility) дастури доирасида ипотека облигацияларини ҳам гаров объекти сифатида тан олган ҳолда, марказлашган кредитлар бера бошлади¹⁹.

ЕМБ “евроҳудуд”даги тижорат банкларининг ликвидлилигини ошириш мақсадида, биринчидан, ҳисоб ставкасининг йиллик даражасини 1,0 фоизга қадар туширди (2008 йилнинг октябрь ойидан 2009 йилнинг май ойига қадар бўлган даврда ЕМБнинг йиллик ҳисоб ставкаси 3,25 фоиздан 1,0 фоизга тушди); иккинчидан, ЕМБ 2008 йилнинг 15 октябридан бошлаб, барча тижорат банкларига қатъий белгиланган ставкада дисконт кредитлари беришни бошлади (бунда саккиз мингта тижорат банки марказлашган кредитлар олиш имконига эга бўлди); учинчидан, ЕМБ марказлашган

¹⁹ “www.federalreserve.com” сайти маълумотлари.

кредитларнинг гаров объектлари сонини оширди. Ипотека облигациялари ва компанияларнинг акциялари ҳам марказлашган кредитларнинг гаров объектлари рўйхатига киритилди²⁰.

Япония Марказий банки мамлакат банк тизимининг ликвидлилигини ошириш мақсадида, дастлаб, тижорат банкларига йиллик 0,1 % ставкада 3 ой муддатга 10 трлн. иен (115 млрд АҚШ доллари) миқдорида кредитлар берди. Бундан ташқари, Япония Марказий банки тижорат банкларига, уларни япон компанияларини кредитлашлари учун, 1,22 трлн. иен (13 млрд. АҚШ доллари) миқдорида фавқулодда кредитлар берди²¹.

Бошқа давлатлардан фарqli ўларoқ, Россияда тижорат банкларининг ликвидлилигини таъминлаш мақсадида уларга субординар кредитлар бериш амалга оширилди.

Субординар кредитлар камида 5 йил муддатга бериладиган кредитлар бўлиб, уларнинг асосий қарз суммаси кредит шартномаси муддати тугагандан сўнг, бир маротабали тўлов шаклида қайтарилади. Яъни, асосий қарз кредит шартномаси муддати мобайнида қайтариб борилмайди. Бунинг устига, олинган субординар кредитлар тижорат банкларининг капитали таркибида ҳисобга олинади.

Глобал молиявий-иқтисодий инқироз даврида Россия тижорат банкларига ҳаммаси бўлиб, 950 млрд. рубль миқдорида субординар кредитлар берилди. Ушбу кредитлар 2008 йилдан 2020 йилгача бўлган муддатга берилди ва уларнинг йиллик фоиз ставкаси қатъий белгиланган бўлиб, 8 фоизни ташкил этади. Субординар кредитларнинг 500 млрд. рубли Россия Марказий банкининг маблағлари ҳисобидан, 450 млрд. рубли Миллий фаровонлик фонди маблағлари ҳисобидан берилди. Мазкур субординар кредитларнинг асосий қисми Россиянинг уч йирик тижорат банкига – Сбербанк, ВТБ ва Россельхозбанкка берилди²².

Айрим давлатларда, хусусан, Швейцария, Бельгия, Хитой ва Ўзбекистонда миллий банк тизимининг ликвидлилигини ошириш мақсадида банкларнинг капиталлашиш даражасини ошириш усулидан фойдаланиш ҳолати кузатилди. Масалан. Швейцарияда давлат мамлакатнинг йирик тижорат банкларидан бири бўлган “UBS” банкнинг капиталлашиш даражасини ошириш мақсадида 5 млрд. АҚШ доллари сарф этган бўлса, Бельгия ҳукумати Dexia, Ethias, Fortis, KBC банкларининг капиталлашиш даражасини оширишга 17,4 млрд. евро миқдоридаги маблағни йўналтирди.

Ўзбекистон Республикасида мамлакатнинг тизимли банклари бўлган Асакабанк, Саноатқурилишбанк, Агробанк, Қишлоқ қурилиш банк, Халқ банки ва Микрокредитбанкнинг капиталлашиш даражаси давлат маблағлари ҳисобидан оширилди. Биргина 2009 йилда мазкур банкларнинг устав

²⁰ www.ecb.eu сайти маълумотлари.

²¹ www.boj.or.jp сайти маълумотлари.

²² Россия в период глобального финансово-экономического кризиса 2008-2009 гг. Материалы круглого стола «Финансовый кризис: современные вызовы»//Банковские услуги. – Москва, 2009. – № 1. – С. 27.

капиталини ошириш учун 500 млрд. сўмдан ортиқ миқдорда давлат маблағлари ажратилди²³.

Бир қатор давлатларда тижорат банкларига давлат кафолати бериш усулидан кенг қўламда фойдаланилди. Масалан, Германияда “IKB Deutsche Industrie bank” ка 5 млрд. евро миқдорида, АҚШда “Citygroup inc” банкига 45 млрд. АҚШ доллари миқдорида давлат кафолатлари берилди.

Европадаги энг йирик тижорат банкларидан бири бўлган Dexia банк жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози туфайли таназзулга юз тутди. Греция, Италия, Португалия ва Испанияда юзага келган оғир молиявий ҳолат, иқтисодий танглик Dexia банк томонидан мазкур мамлакатлардаги миждозларга берилган 5,5 млрд. евро миқдоридаги кредитларни ўз вақтида қайтарилмаслигига сабаб бўлди.

Dexia банкни таназзулдан қутқариш мақсадида, 2011 йил 9 октябрда, Бельгия, Франция ва Люксембург ҳукуматлари раҳбарларининг Брюсселда бўлиб ўтган учрашуви чоғида, ушбу банкка 90 млрд. евро миқдорида давлат кафолатлари беришга келишиб олинди²⁴.

Фикримизча, юқорида қайд этилган ҳолатлар мамлакат банк тизимининг ликвидлилигини таъминлаш монетар сиёсатнинг стратегик мақсади бўла олади, деган хулосани шакллантиришга асос бўлади.

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози даврида монетар сиёсатнинг стратегик мақсадлари бўлган инфляцияга қарши кураш ва миллий валютанинг барқарорлигини таъминлашга нисбатан макроиқтисодий ўсиш суръатларининг барқарорлигини таъминлаш мақсади муҳимроқ аҳамият касб этиб қолди. Бундай дейишимизга сабаб шулки, дунёнинг кўплаб мамлакатларида, глобал молиявий-иқтисодий инқироз даврида, иқтисодиётни “рецессия” ҳолатидан чиқариш, иқтисодий ўсиш суръатларининг барқарорлигини таъминлашга қаратилган экспансионистик монетар сиёсат амалга оширилди.

Япония Марказий банки томонидан, иқтисодиётни дефляция ҳолатидан чиқариш мақсадида, биринчи марта “миқдорий енгиллаштириш” (quantitative easing) инструментида 2001 йилда фойдаланилди.

Миқдорий енгиллаштириш деганда пуллар таклифини оширишга қаратилган ва ноллик ҳисоб ставкасига асосланган молиявий инструмент тушунилади.

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози даврида ҳам Японияда “миқдорий енгиллаштириш” инструментида фойдаланиш давом эттирилди. 2009 йилнинг ноябр ойида Япония ҳукумати иқтисодиётни ҳамон дефляция ҳолатида эканлигини эътироф этди. Шу сабабли, Япония Марказий банки ҳисоб ставкасини ўзгартирмасдан, 0,1 % даражасида сақлаб қолишга қарор қилди.

²³ Каримов И.А. Асосий вазифамиз – Ватанимиз тараққиёти ва халқимиз фаровонлигини янада юксалтиришдир. – Тошкент: Ўзбекистон, 2010. - Б. 35.

²⁴ Национализация Dexia обойдётся Бельгии в 4 миллиарда евро. <http://lenta.ru/news/2011/10/10/>.

2008 йилда бошланган глобал молиявий инқироз АҚШ иқтисодиётини рецессия ҳолатига тушириб қўйди. Бунинг натижасида ФЗТ ҳисоб ставкасини пасайтириб, “миқдорий енгиллаштириш” инструментида фойдаланишга мажбур бўлди. 2010 йил сентябр ойида ФЗТ ҳисоб ставкасининг йиллик даражасини ўзгартирмасдан, 0,25 % даражасида қолдиришга қарор қилди. Б.Ш.Бернанкенинг фикрига кўра, АҚШ иқтисодиётини рецессия ҳолатидан тўлиқ чиқиб кета олмаганлиги ФЗТнинг ҳисоб ставкасини ўзгаришсиз қолдириш заруриятини юзага келтирди²⁵.

АҚШ ФЗТ монетар сиёсат инструментларидан макроиқтисодий ўсиш суръатларига таъсир этиш мақсадида актив фойдаланиб келмоқда. Масалан, 2001 йилда АҚШ иқтисодиётида рецессия белгиларининг пайдо бўла бошлаганлиги ФЗТни “арзон пуллар” сиёсатини қўллашга мажбур қилди ва натижада 2001-2004 йилларда пул массасининг ошишини рағбатлантирувчи экспансионистик монетар сиёсат олиб борилди. Ушбу сиёсатнинг натижаси ўлароқ, АҚШ ҳукуматида тегишли пул маблағлари бўйича белгиланган ставка 2001 йилдаги 6,5 фоиздан 2004 йил декабр ойига келиб, 1,75 фоизга тушди²⁶.

АҚШда тўлов балансининг жорий операциялар бўлимида катта миқдорда профицитнинг мавжудлиги (2017 йилнинг 1 январь ҳолатига кўра дефицит суммаси 500,6 млрд. долларни ташкил этди) миллий валютанинг номинал алмашув курсига нисбатан босимни юзага келтиради. Бундай шароитда АҚШ ФЗТ курс сиёсатининг мослашувчанлигини оширишга, мамлакат ички бозорида ва жаҳон валюта бозорларида АҚШ долларида бўлган талабни ҳисобга олишга мажбур бўлади.

Англия Марказий банки ҳам глобал молиявий-иқтисодий инқироз даврида, иқтисодий ўсишни рағбатлантиришга йўналтирилган монетар сиёсатни амалга оширди. Жумладан, ҳукуматнинг ўрта ва узоқ муддатли қимматли қоғозлари Англия Марказий банки томонидан йирик миқдорда сотиб олинди.

Демак, молиявий-иқтисодий инқирозлар даврида иқтисодий ўсишни рағбатлантириш, миллий банк тизимининг ликвидлилигини ошириш монетар сиёсатнинг муҳим стратегик мақсадларига айланади.

Сўнгги йилларда АҚШ ва “евроҳудуд” мамлакатларида иқтисодий ўсиш суръатларининг пасайиши кузатилмоқда. Хусусан, 2016 йилда АҚШда ялпи ички маҳсулотнинг (ЯИМ) ўсиш суръати 1,6 фоизни ташкил этди (2015 йилда ЯИМнинг ўсиш суръати 2,6 % бўлган эди), евроҳудудда эса, 2016 йилда ЯИМнинг ўсиш суръати 1,7 фоизни ташкил этди (2015 йилда 2,0% бўлган эди)²⁷.

²⁵ www.federalreserve.gov сайти маълумотлари.

²⁶ OECD Economic Outlook, Vol. №73, 2003/ I. - June, pp. 38-39.

²⁷ Bureau of Economic Analysis, Eurostat маълумотлари.

Макроиктисодий ўсиш суръатларининг пасайиши Марказий банкларни ноллик ва паст фоиз ставкаларини сақлаб туришга мажбур қилмоқда (1-расм).

1-жадвал

**АҚШ Федерал захира тизими, Европа Марказий банкнинг таянч фоиз ставкасининг йиллик даражаси²⁸ ва АҚШ, “еврохудуд”да тижорат банклари қисқа муддатли кредитларининг йиллик фоиз ставкаси²⁹,
фоизда**

	Марказий банкнинг таянч ставкаси	Тижорат банкларининг қисқа муддатли кредитларининг фоиз ставкаси
Федерал захира тизими	1,25	3,9
Европа Марказий банки	0,0	2,7

1-жадвал маълумотларидан кўринадик, АҚШ ФЗТнинг таянч ставкаси 1,25 фоизга тенг, ЕМБ эса, умуман ноллик ставка қўлламоқда. Ўз навбатида, Марказий банкларнинг таянч фоиз ставкаларининг паст эканлиги тижорат банклари томонидан бериладиган қисқа муддатли кредитларнинг фоиз ставкаларини паст бўлишига сабаб бўлмоқда.

2.2-§. Монетар сиёсатнинг тактик мақсадлари

Ҳозирги вақтда, халқаро амалиётда, монетар сиёсатнинг тактик мақсадлари сифатида пул массасининг ўсиш суръати, миллий валютанинг номинал алмашув курси, номинал фоиз ставкаси ва инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан фойдаланилмоқда.

Миллий валютанинг номинал алмашув курсидан монетар сиёсатнинг тактик мақсади сифатида фойдаланиш ҳолати кўпроқ миллий валютасининг барқарорлигини таъминлашда муаммолар мавжуд бўлган мамлакатларда кузатилади. Шу сабабли, мазкур мамлакатларда ҳукумат ва Марказий банк ўзаро келишган ҳолда, миллий валютанинг девальвация бўлишига йўл қўймаслик ёки девальвация суръатини пасайтиришга қаратилган сиёсатни олиб борадилар.

Мамлакатда тўлов балансининг жорий операциялар бўлими бўйича миллий валютани хорижий валюталарга эркин конвертирлашни жорий этилиши миллий валютанинг номинал алмашув курсидан монетар сиёсатнинг тактик мақсади сифатида фойдаланишни мураккаблаштиради. Бунинг сабаби шундаки, ХВФ Низоми VIII-моддаси бўйича мажбуриятлар

²⁸ www.imf.org (2017 йилнинг III-чораги якуни).

²⁹ www.imf.org (2017 йилнинг 1 июль ҳолатига)

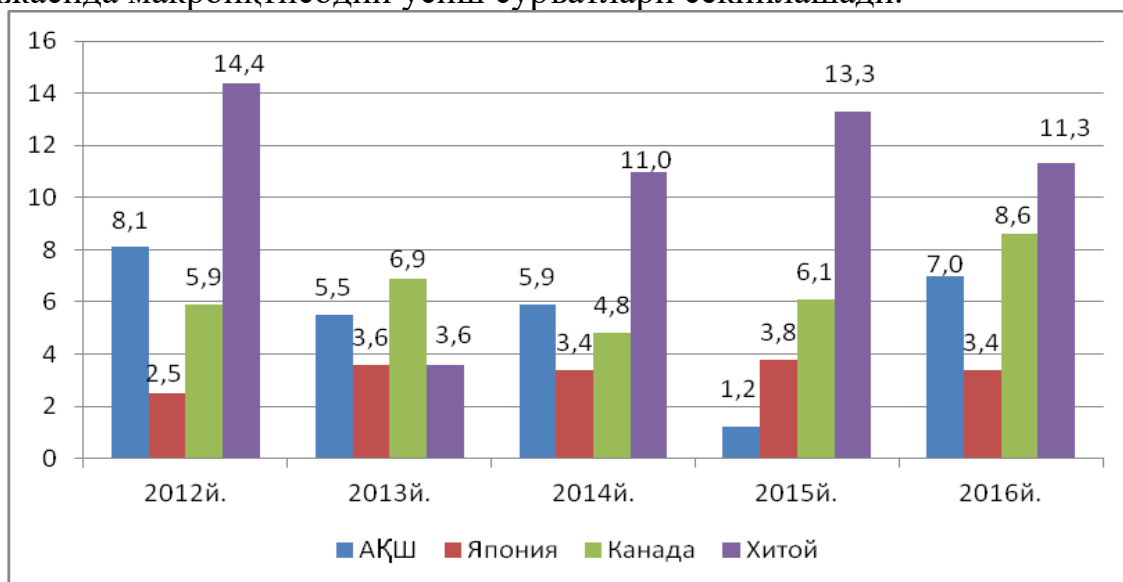
қабул қилингандан сўнг ҳукумат жорий валюта операциялари бўйича чекловларни жорий этиш ҳуқуқига эга бўлмайди.

Германияда 1970 йилдан эътиборан муомаладаги пул массасининг ўсиш кўрсаткичи монетар сиёсатнинг индикатори сифатида қўлланила бошлади. Бу эса, ўз навбатида, миллий валюта-дойче марканинг номинал алмашув курси барқарорлигини XX асрнинг 90-йилларига қадар барқарорлаштириш имконини берди.

Бундесбанк молиявий йил давомида муомаладаги пул массасини олдиндан белгиланган ўсиш суръатларини таъминлаш чораларини кўради. Хусусан, тижорат банклари учун тратталарни қайта ҳисобга олиш контингентини белгилашда пул массасининг ўсиш суръати бўйича белгиланган мақсадли кўрсаткич ҳисобга олинади.

АҚШда 1978 йилдан бошлаб, муомаладаги пул массасининг барқарор ўсиш суръатларини таъминлаш ФЗТнинг зиммасига юкланган. Натижада, ҳар бир молиявий йил учун М2 ёки М3 пул агрегатининг ўсиш суръати белгилаб олинади. АҚШ Конгресси ФЗТнинг фаолиятига баҳо беришда пул массасининг ўсиш кўрсаткичларига ФЗТ томонидан қай даражада риоя этилганлигини ҳисобга олади.

Тараққий этган мамлакатларнинг, хусусан, АҚШ ва Япония банкларининг муомаладаги пул массасининг ўсиш суръатини чеклаш борасидаги тажрибалари кўрсатдики, ушбу тадбирнинг қўлланиши натижасида макроиқтисодий ўсиш суръатлари секинлашади.



1-расм. АҚШ, Япония, “Евроҳудуд” ва Хитойда М2 пул агрегатининг йиллик ўсиш суръати³⁰, фоизда

1-расм маълумотларидан кўринадики, 2012-2016 йилларда М2 пул агрегатининг ўсиш суръати Японияда паст ва барқарор бўлган. Бу эса,

³⁰ International Financial Statistics, 2017. www.imf.org.

Япония Марказий банкининг пуллар таклифини тартибга солиш механизмининг такомиллашганлигидан далолат беради.

1-расм маълумотларидан яна шуни кўриш мумкинки, гарчи 2012-2015 йилларда тараққий этган давлатларда М2 пул массасининг ўсиш суръатини нисбатан паст эканлиги кузатилгани ҳолда, 2016 йилда унинг юқори ўсиш суръатлари кузатилган. Аммо, Хитойда таҳлил қилинган давр мобайнида М2 пул агрегатининг ўсиш суръати нисбатан юқори ва беқарор бўлган.

Монетар сиёсатнинг тактик мақсадларини танлашнинг асосий шарт-шароитларидан бири давлат бюджети дефицитининг мавжудлиги ва даражасидир.

Монетар сиёсатнинг тактик мақсадларини тўғри танлаш унинг стратегик мақсадига (ёки мақсадларига) эришишнинг бирламчи зарурий шarti ҳисобланади. Шу жиҳатдан олганда, монетар сиёсатнинг тактик мақсадлари миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш нуктаи-назаридан муҳим аҳамият касб этади.



2-расм. Япония иени ва Хитой юанининг 1 АҚШ долларига нисбатан номинал алмашув курси³¹

2-расм маълумотларидан кўринадики, 2012-2015 йилларда Япония иенининг АҚШ долларига нисбатан девальвацияси кузатилди. 2016 йилда иеннинг долларга нисбатан қадри сезиларсиз даражада ошди. Бу эса, Япония Марказий банкининг курси сиёсатини экспортни рағбатлантиришга қаратилганлиги билан изоҳланади.

2-расм маълумотларидан кўриш мумкинки, Хитой Халқ банки экспортни рағбатлантириш мақсадида миллий валютанинг АҚШ долларига ва бошқа етакчи валюталарга нисбатан номинал алмашув курсини атайин

³¹ ³¹ International Financial Statistics, 2017. www.imf.org.

паст сақлаб турибди. Бу эса, Хитойнинг асосий ташқи савдо ҳамкорлари бўлган давлатларнинг норозилигига сабаб бўлмоқда.

Давлат бюджети дефицити даражасининг ЯИМга нисбатан 3 фоиздан юқори бўлиши фоиз меъёрининг ошишига олиб келади. Натижада, баҳолар даражасининг ўсиши юз беради. Бу эса, ўз навбатида, инвестициялар даражасини пасайтиради ва шунинг асосида ишлаб чиқариш реал ҳажмининг ўсиши секинлашади. Бундай шароитда узоқ муддатли даврий оралиқларда пул массаси ўсишининг барқарор даражасининг сақлаб турилиши, баҳолар даражасини ўсиши давом этаётган шароитда, пул массасининг ўсиш суръати билан ишлаб чиқариш реал ҳажми табиий даражасининг ўсиши ўртасидаги фарқнинг сақланиб қолишига сабаб бўлади. Бундай шароитда Марказий банк давлат бюджети дефицитининг инфляция жараёнларини кучайиш омили сифатидаги аҳамиятига барҳам бериш мақсадида индикатор сифатида баҳолар даражасининг барқарор ўсиш кўрсаткичидан фойдаланишга мажбур бўлади. Одатда, бюджет дефицитини ўсиши оқибатларига қарши курашишнинг мақбул йўли бўлиб, муомаладаги пул массасини ўсиш суръатларини жиловлаш ҳисобланади. Ушбу тактик мақсад бюджет дефицити билан боғлиқ пулнинг айланиш тезлигини ошишига хизмат қилади. Бунинг натижасида давлат бюджети дефицитининг номинал миллий даромаднинг ўсишига нисбатан юзага келган салбий таъсирига барҳам берилади. Лекин қисқа муддатли даврий оралиқларда ишлаб чиқаришнинг реал ҳажми ва баҳолар даражаси ўзгармайди.

Ўзбекистон Республикасида расман пуллар таклифини тартибга солиш Марказий банк монетар сиёсатининг тактик мақсади ҳисобланади.

Ўзбекистон Республикасининг «Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида»ги қонунининг 23-моддасига асосан, республикамиз Марказий банки «пул массаси йиллик ўсиш суръатининг аниқ мақсадли кўрсаткичларини» белгилайди³². Шунингдек, мамлакат ҳукуматининг 2003 йил 4 февралдаги 63-сонли «Пул-кредит кўрсаткичларини тартибга солиш механизмини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Қарорига асосан, Марказий банкка пул массасининг ўсишини назорат қилиш мажбурияти юклатилган³³.

2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясида белгиланган монетар сиёсатни такомиллаштириш вазифасидан келиб чиққан ҳолда, қабул қилинган Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 13 сентябрдаги ПҚ-3272-сонли “Пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги қарорида инфляцион таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш вазифаси қўйилди.

³²Ўзбекистон Республикаси қонуни. Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида. – Тошкент: Ўзбекистон, 2006. – Б. 15.

³³ 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.

2.3-§.Монетар сиёсатнинг мақсадли кўрсаткичлари (индикаторлари)

Индикатор сўзи лотинча «**indicator**» деган сўздан олинган бўлиб, кўрсаткич деган маънони англатади. Франциялик мутахассислар И. Бернар ва Ж. Колли томонидан ёзилган ва рус тилига ўтирилган 2 томлик «Толковый экономический и финансовый словарь»да индикатор тушунчасига қуйидагича таъриф берилган: «индикатор умумий иқтисодий сиёсатни ўтказиш ва унинг натижаларини баҳолаш учун ўта муҳим аҳамиятга эга бўлган, иқтисодий ва молиявий миқдорлар эволюциясининг рақамли кўрсаткичидир»³⁴ (рус тилидан муаллифнинг таржимаси).

А.Н. Азрилиян таърири остида чоп тилган «Большой экономический словарь»да ҳам индикатор тушунчаси иқтисодий ва молиявий миқдорлар ўзгаришининг рақамли кўрсаткичи сифатида талқин этилган³⁵.

Индикатор тушунчасининг юқорида келтирилган талқинига асосланган ҳолда, пул-кредит сиёсатининг индикаторига қуйидагича таъриф бериш мумкин: «Марказий банк пул-кредит сиёсатининг индикатори - бу миллий валютанинг ва мамлакатда баҳолар барқарорлигини таъминлаш тадбирларининг самарадорлигини баҳолашда ўта муҳим аҳамиятга эга бўлган молиявий миқдорлар ўзгаришининг рақамли кўрсаткичидир».

Юқорида келтирилган таърифда миллий валютанинг ва баҳолар барқарорлигини таъминлаш тадбирлари дейилишининг сабаби шундаки, ҳозирги даврда дунёнинг деярли барча мамлакатларида, шу жумладан ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида марказий банклар пул-кредит сиёсатининг бош мақсади бўлиб, миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш ва мамлакатда баҳолар барқарорлигига эришиш ҳисобланади. Баҳолар барқарорлигини таъминлаш фақатгина ЕМБнинг бош мақсади ҳисобланмайди. Бунинг сабаби шундаки, ЕМБ пул-кредит сиёсатини амалга оширишда бутун диққат эътиборини фақат евронинг барқарорлигини таъминлашга қаратади, баҳолар даражасига таъсир этишни монетар сиёсатнинг пировард мақсади, деб ҳисобламайди.

Марказий банкнинг пул-кредит сиёсатини амалга ошириш ва унинг самарадорлигини баҳолашда аниқ кўрсаткичлардан фойдаланиш масаласи қатор таниқли иқтисодчи олимлар томонидан илгари сурилган ва тадқиқ қилинган. Айниқса, замонавий монетаризм назарий оқимининг асосчиси профессор Милтон Фридмен ўзининг илмий изланишларида бу масалага алоҳида эътибор қаратган. Шунингдек, Ж. Кейнс, А. Мельцер, К. Бруннер, Р. Лукас, К. Уорбертон каби олимларнинг илмий изланишларида ҳам мазкур масалага жиддий эътибор қаратилган.

³⁴ Ив Бернар, Жан-Клод Колли. Толковый экономический и финансовый словарь. Том 1.— М.:Международные отношения., 1994. — С. 144.

³⁵ Большой экономический словарь. Под ред. Азрилияна А., Н. — М.: Институт новой экономики, 1999. — С. 307.

Ҳозирги вақтда пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида асосан пул массасининг ўсиши, миллий валютанинг алмашув курси, инфляция даражаси кўрсаткичларидан фойдаланилмоқда.

Дунёнинг кўпчилиқ мамлакатларида валюта курсидан монетар индикатор сифатида фойдаланилаётганлигининг сабаби шундаки, уларда миллий валюта алмашув курсининг кескин пасайиб кетишидан кучли хавотирланиш мавжуд. Шунинг учун ҳам мазкур мамлакатлар 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 пул-кредит сиёсати индикатори 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 индикатор 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.

Иқтисодий адабиётларда пул-кредит сиёсати индикаторини танлаш мезонлари сифатида асосан индикатор сифатида танлаб олинадиган кўрсаткичнинг миқдорий ўлчамга эга эканлиги ва мамлакат ҳукумати иқтисодий сиёсатининг асосий йўналишларига зид келмаслиги эътироф этилади.

Пул-кредит сиёсати индикаторини танлаш шарт-шароитларини баҳолаш ривожланган саноат давлатларининг бу борадаги тажрибаларини чуқур таҳлил қилиш ва таҳлил натижаларини умумлаштиришни тақозо этади.

Японияда 1950 йилда саноатни бюджетдан молиялаштириш ва баҳолаш фарқини субсидиялаш амалиётининг бекор қилиниши тижорат банклари кредитларини корхоналар фаолиятини молиялаштиришнинг бош манбаига айланишига олиб келди. Чунки бу даврда корхоналарнинг ўз маблағларини етишмаслиги муаммоси кескинлашган эди. Аммо тижорат банкларида кредит ресурсларининг етишмаслиги муаммоси ҳам мавжуд эди. Бу эса, Япония Марказий банкни тижорат банкларини фаол тарзда кредитлашга ва кредитлашнинг мақсадли оқимларини белгилаш ҳамда уларнинг кредит эмиссиясини назорат қилишга мажбур қилди. Шуниси характерики, тижорат банкларининг кредит эмиссиясини назорат қилиш кредитларнинг фоиз ставкасини қаттиқ тартибга солиш йўли билан фоиз ставкаларининг паст даражасини таъминлаб туриш шароитида амалга оширилди. Бунинг натижасида тижорат банкларининг саноат корхоналарига, Марказий банкдан паст ҳисоб ставкасида олинган марказлашган кредитлар ҳисобидан, нисбатан

паст фоизларда кредит бериши таъминланди. Бу эса, ўз навбатида, корхоналар молиявий харажатларининг камайишига ва иқтисодий ўсишни рағбатлантиришга олиб келди. Демак, Марказий банкнинг мақсадли мақсадли фаол тарзда фойдаланган ҳолда, тижорат банклари кредит эмиссиясининг ўсиш кўрсаткичидан пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида фойдаланиш, пировард натижада, тижорат банклари кредитларининг бевосита ишлаб чиқариш соҳасига йўналтирилишини таъминлади. Тўғри, дастлабки даврларда кредит эмиссияси ҳажмининг ошиши ҳисобидан муомаладаги пул массасининг сезиларли даражада ошиши кузатилди, аммо ўрта муддатли даврий оралиқларда, товарлар ишлаб чиқариш ҳажмининг ва меҳнат унумдорлигининг ўсиши ҳисобига пул эмиссиясининг товар-моддий қимматликлар билан таъминланиш даражаси ошди ва шунинг ҳисобидан инфляцияни жиловлашга муваффақ бўлинди.

Германияда XX асрнинг 70-йилларидан бошлаб Марказий банкнинг пул-кредит сиёсатини амалга оширишнинг асосий принципларидан бири сифатида пул массасининг ўсиш суръатини иқтисодиётнинг ўсиш суръатига мувофиқ бўлиши принципи расман қайд этилди. Шу сабабли, XX аср 70-йилларининг ўрталаридан бошлаб Германияда пул массаси ўсишининг чегаравий коэффиценти қўлланила бошлади.

АҚШда Конгресс 1978 йилда ФЗТ га пул массаси ва кредит қўйилмаларининг ўсиш чегараларини белгилаш мажбуриятини юкловчи Қонунни қабул қилди. Мамлакатда баҳолар барқарорлигига эришиш учун ҳар йили келгуси йил учун пул массаси ва кредит қўйилмаларининг ўсиш суръати ФЗТ томонидан эълон қилинади. Бундан мақсад муомаладаги пул массасининг ҳажми устидан қаттиқ назорат ўрнатиш йўли билан инфляцияни жиловлаш ҳисобланади.

Францияда XX асрнинг 70-йилларида тижорат банкларининг кредитлари ҳажмини лимитлаш жорий қилинди. Лимит миқдори жорий йилнинг сўнггида кейинги йил учун ўрнатилди ва унинг миқдори пул массасининг белгиланган ўсиш кўрсаткичига мувофиқ равишда аниқланадиган бўлди. Ўрнатилган кредитлаш лимитини бузган тижорат банкларига нисбатан жазо сифатида мажбурий захира ажратмалари ҳажми оширилди.

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 эришилади.

Монетар сиёсат индикаторини танлаш шарт-шароитларидан яна бири Давлат бюджети дефицитининг даражаси ва ўзгаришидир. 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 келадики, 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.

Япония ҳукумати 1965 йилдан бошлаб бюджет дефицити сиёсатини олиб бора бошлади. 1975 йилда Япония давлат бюджетининг ЯИМдаги салмоғи 2,7 фоизни ташкил қилган бўлса, 1978 йилда бу кўрсаткич 5,5 фоизни ташкил қилди. 1965 йилдан 1980 йилгача олиб борилган бюджет дефицити сиёсати натижасида ишлаб чиқариш, инвестициялар ва иқтисодий ўсиш суръатларининг юқори даражаси таъминланди. Чунки Давлат бюджети дефицитини қоплаш мақсадида чиқарилаётган ҳукумат қимматли қоғозларининг эмиссия ҳажми кескин оширилди. Натижада ҳукуматнинг қарз мажбуриятлари бўйича тўловлар қўшимча молиявий ресурслар манбаи сифатида иқтисодиётга йўналтирилди.

Марказий банк очиқ бозор операцияларининг ҳажмини сезиларли даражада ошириш имконига эга бўлди. Шунингдек, Марказий банкнинг ломбард кредитлари ҳажми ҳам кескин ошди.

Давлат бюджети дефицитининг иқтисодий ўсишга бевосита таъсирининг мавжудлиги унинг оқилона даражасини таъминлаш заруриятини юзага келтирувчи муҳим омиллардан бири ҳисобланади. Бунга аниқ мисол сифатида еврозонага кирувчи давлатларнинг бюджет сиёсатини келтириш мумкин.

Еврозонага кирувчи мамлакатлар учун Давлат бюджети дефицитининг ЯИМнинг 3 фоизидан ошмаслиги мажбурий шарт сифатида белгилаб қўйилган. Мазкур шартни бузган мамлакатларга нисбатан жиддий иқтисодий жазо чоралари қўлланилади. Масалан, 2004 йилнинг 13 январида Еврокомиссия Европа судига ЕИ Министрлар кенгашига қарши даъво аризаси билан мурожаат қилди. Бунинг сабаби Министрлар кенгашининг Франция ва Германияга Давлат бюджети дефицитига нисбатан белгиланган лимитни бузишга расмий ижозат берганлиги эди. Германия ва Францияда

эса, давлат бюджети дефицитининг суммаси ЯИМнинг 3 фоизидан ошиб кетган эди.

Еврокомиссиянинг Евросудга мурожаати Германия ва Франция ҳукуматларининг давлат бюджети дефицитини қисқартириш бўйича аниқ мажбуриятларни ўз зиммаларига олишга мажбур қилди. Натижада Франция ҳукумати 2004 йилда давлат бюджети дефицитини ЯИМнинг 0,77 фоизи миқдорида, яъни 1 млрд. евро миқдорида қисқартиришга рози бўлди. Германия ҳукумати эса, давлат бюджети дефицитини ЯИМнинг 0,6 фоизи миқдорида, яъни 13 млрд. евро миқдорида қисқартириш мажбуриятини олди³⁶.

Юқорида ЕИ бўйича келтирилган маълумотлар давлат бюджети дефицитининг оқилона даражасини таъминлаш масаласини долзарб масалалардан бири эканлигига, шу боисдан уни пул-кредит сиёсатининг индикаторини танлашнинг зарурий шарт-шароитларидан бири сифатида эътироф этишга асос бўлади.

Макроиктисодий кўрсаткичларнинг амалдаги ҳолати ва динамикасига хос бўлган тенденцияларни ҳисобга олиш пул-кредит сиёсатининг индикаторини танлашда муҳим рол ўйнайди. Чунончи, инфляция ва инфляцион манбалар жиловланган иқтисодиёт шароитида инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан индикатор сифатида фойдаланиш мақсадга мувофиқ эмас.

Ўзбекистон Республикаси фонд бозорида юқори ликвидли, ишончли қимматли қоғозлар эмиссия ҳажмининг кичиклиги, уларга қилинган инвестицияларнинг реал қийматини валюта rischi таъсирида камайиш хавфининг мавжудлиги мамлакат Марказий банкига очиқ бозор операциялари орқали муомаладаги пул массасининг ҳажмига, тижорат банкларининг кредит эмиссиясига таъсир этиш, уларни пул-кредит сиёсатининг тактик мақсадларига мувофиқ равишда тартибга солиш имконини бермайди. Ёки Марказий банкнинг валюта сиёсатини олайлик. Агар Марказий банк валюта сиёсати такомиллашмаган бўлса, у ҳолда, Марказий банк валюта сиёсати доирасида ўтказиладиган валюта операцияларини тўлақонли тарзда ўтказа олмайди ва, бинобарин, унинг мазкур операциялар орқали хорижий валюталар таклифининг талаб инфляциясига нисбатан юзага келадиган салбий таъсирига барҳам бериш имконияти кескин пасаяди.

Шунингдек, миллий валютанинг алмашув курсидан пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида фойдаланиш ҳам маълум бир шартларни ҳисобга олишни тақозо қилади. Бундай шартлар сифатида қуйидагиларни ажратиб кўрсатиш мумкин:

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

³⁶ Федюкин И. Брюссель рассердился // Ведомости. – М.: 14 января 2004 г. – С. 3.

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 таъминлашга эришиш 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 самарали таъсир этиш имкониятига эга бўлмайди.

г) Ҳукумат 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.

Шуниси характерлики, инфляция ва пул массаси ўртасидаги боғлиқлик ҳар доим ҳам тўғри мутаносиблик характериға эға бўлавермайди. Айрим ҳолларда инфляциянинг пасайиш суръати шароитида муомаладаги пул массаси ўсиш суръатиға эға бўлади. Масалан, Японияда 1980 йилда инфляциянинг йиллик даражаси 3 фоизға пасайгани ҳолда, муомаладаги пул массасининг йиллик ўсиши 15 фоизни ташкил этди³⁷. Бу ҳолатни ҳисобға олиш, айниқса, инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида фойдаланаётган мамлакатлар учун муҳим амалий аҳамият касб этади. Бунинг боиси шундаки, инфляциянинг мақсадли кўрсаткичига эришишда кўзда тутилган омилларнинг таъсир даражасини баҳолашда хатоликларға йўл қўйилиши мумкин.

Ўзбекистон Республикасининг «Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида»ги қонунининг 23-моддасига мувофиқ, Марказий банк «пул массаси йиллик ўсиш суръатининг аниқ мақсадли кўрсаткичларини» белгилайди³⁸. Бундан ташқари, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 4 февралдаги 63-сонли «Пул-кредит кўрсаткичларини тартибға солиш механизмини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарорига мувофиқ, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг зиммасига пул массасининг ўсишини назорат қилиш бўйича қуйидаги мажбуриятлар юклатилган³⁹:

- пул массаси устидан самарали назорат қилишни таъминлаш имконини берувчи пул агрегатлари, банк тизими ликвидлилигининг ва пулға 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 амалға ошириш.

Бозор муносабатларига ўтаётган давлатлар, шу жумладан, Марказий ва Шарқий Европа давлатларида миллий валютанинг алмашув курси

³⁷ Муаллиф томонидан ХВФнинг “International Financial Statistics” бюллетени (Washington D.C., 1982) маълумотлари асосида ҳисобланди.

³⁸ Ўзбекистон Республикаси қонуни. Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида. – Тошкент: Ўзбекистон, 2006. – Б. 15.

³⁹ Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 4 февралдаги 63-сонли “Пул-кредит кўрсаткичларини тартибға солиш механизмини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги қарори. Ўзбекистон Республикаси Қонун ҳужжатлари тўплами. – Тошкент, 2003. – №3. – Б. 29.

кўрсаткичидан пул сиёсатининг индикатори сифатида фойдаланиш ҳоллари бир неча бор кузатилди. Миллий валютанинг алмашув курсидан индикатор сифатида фойдаланишнинг афзаллигини исботловчи муҳим далиллардан бири шундаки, иқтисодий ислохотлар бошланиш даврларида пулларга бўлган талабнинг ниҳоятда нобарқарорлиги пул массаси, инфляция каби категориялардан мақсадли кўрсаткич сифатида фойдаланиш имконини бермайди.

Алмашув курси одатда етакчи валюталарга, масалан, АҚШ доллари, Германия маркаси, Япония иенига ёки валюталар саватига нисбатан боғлаб қуйилди. Айрим давлатларда муомаладаги миллий валютадаги пул массасини тўлиқ хорижий валюталар билан таъминлаш режими қўлланилди. Бундай режим 1992 йилдан бошлаб Эстонияда, 1994 йилдан бошлаб Литвада, 1999 йил июн ойидан бошлаб Болгарияда жорий қилинди⁴⁰.

Етарли даражада олтин-валюта захираларига эга бўлмаган давлатларда сузиб юрувчи курс режимидан фойдаланилди ёки валюта курсини белгилашда сунъийликка йўл қуйилди. Масалан, Россия Федерациясида 1996 йил июль ойидан бошлаб ўзгарувчан валюта йўлакчаси жорий қилинди.

Миллий валютанинг алмашув курсидан пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида фойдаланиш унга қатъий риоя қилишни талаб этади. Ушбу мақсадга эришиш учун пул-кредит сиёсати, солиқ-бюджет сиёсати ўзаро мувофиқлаштирилган тарзда амалга оширилиши лозим. Ана шундагина инфляция даражасини сезиларли даражада пасайтиришга муваффақ бўлинади. Мамлакатнинг йирик миқдорда ташқи қарзининг мавжудлиги ва унинг ўсиш тенденциясига эга эканлиги валюта бозорига нисбатан кучли тазйиқни юзага келтиради. Бундай шароитда миллий валютанинг сезиларли даражада девальвация қилиш лозим. Акс ҳолда, Марказий банк ва ҳукуматнинг валюта захиралари валюта интервенцияси орқали кескин камайиб кетиши мумкин. Бундай шароитда миллий валютанинг девальвация қилиш мамлакат корхоналарининг рақобатбардошлигини оширади ва алмашув курси инкирозининг олдини олади.

Қатъий белгиланган алмашув курсини жорий қилиш маълум даражада инфляцияни жиловлаб туриш имконини беради, аммо унинг мослашувчан бўлмаганлиги сабабли инфляцияни пасайиш суръатлари секин кечади. Агар мамлакатда белгиланган номинал алмашув курси мавжуд бўлган шароитда инфляция даражаси савдо шериклари бўлган мамлакатлардагига нисбатан юқори бўлса, у ҳолда бу мамлакат валютасининг реал алмашув курси ошади. Бундай шароитда меҳнат умумдорлигининг тегишли равишда ошмаслиги мамлакат корхоналарининг ташқи рақобатбардошлигига жиддий путур етказди ва иқтисодий ўсишни жиловлайди. Халқаро амалиётда айнан шундай ҳолат бир неча мамлакатларда кузатилди. Масалан, 1996 йилнинг охирида Чехия Республикасида иқтисодий ўсиш суръатларининг пасайиши

⁴⁰ <http://www.Imf.org>

кузатилди. Бу ҳолатнинг сабаблари таҳлил қилинганда шу нарса маълум бўлдики, мамлакатда реал иш ҳақининг ўсиш суръатлари меҳнат унумдорлигининг ўсиш суръатларидан юқори бўлди, экспорт соҳасида қийинчиликларнинг юзага келиши мамлакат ҳукумати томонидан миллий валютанинг алмашув курсини девальвация қилинишига олиб келади. Аммо бу инфляцияни кучайтирувчи манбадир.

Макроиктисодий барқарорликка эришилган пайтда сузувчи алмашув курси Марказий банкка, мамлакатнинг хўжалик субъектларига ички ва ташқи иқтисодий конъюнктуранинг ғавқулдда юзага келадиган ўзгаришларига мослашиш имконини бериши мумкин. Бундан ташқари, сузиб юрувчи алмашув курслари мамлакатга хорижий капиталларни оқиб келишини кучайтириши мумкин. Бунинг натижасида миллий валютанинг алмашув курси кўтарилади ва бу ҳолат унинг курсини маълум даражада барқарор сақлаб туриш имконини беради.

Миллий валютанинг алмашув курсидан оралик нишон сифатида фойдаланмаслик (курснинг ўзгаришига бефарқ муносабатда бўлиш) инфляция жараёнларини кучайиб кетишига олиб келиши ҳам мумкин.

Фикримизча, ривожланган хорижий давлатларнинг миллий валютанинг алмашув курсидан пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида фойдаланиш тажрибаларини Ўзбекистон амалиётида қўллаш масаласи ҳал қилинаётганда нақд хорижий валюталарга аҳоли томонидан бўлган талабни ҳисобга олиш муҳим амалий аҳамият касб этади. Бунинг сабаби шундаки, республикамизда нақд хорижий валюталарга аҳоли томонидан бўлган барқарор талаб ҳозирга қадар шакллантирилмаган.

2018 йилаг қадар Ўзбекистон Республикасида, инфляция кўрсаткичи прогноз параметри сифатида кейинги йил учун белгиланар эди. Чунончи, 2012 йил учун Ўзбекистон ҳукумати томонидан инфляциянинг йиллик даражаси бўйича белгиланган прогноз параметри 7-9 фоиз қилиб белгиланган эди (ҳақиқатда унинг йиллик даражаси 7,0 фоизни ташкил қилганди). 2011 йил учун ҳам инфляциянинг прогноз параметри 7-9 фоиз қилиб белгиланган эди⁴¹. Кейинчалик инфляциянинг йилик прогноз параметрлари 6-8 фоиз ва 5-7% қилиб белгиланадиган бўлди.

Гарчи 2012 йилда инфляциянинг мақсадли кўрсаткичининг белгиланган даражасига эришиш таъминланган бўлсада, ЯИМ дефлятори билан инфляция даражаси ўртасида сезиларли фарқнинг мавжудлиги сақланиб қолди.

Республикамизнинг айрим олимлари монетар сиёсатнинг индикатори сифатида инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан фойдаланишни мақсадга мувофиқ, деб ҳисоблашади. Масалан, и.ф.д. О.Ш. Намозов инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида

⁴¹ “www.cbu.uz” сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан умумлаштирилди.

фойдаланиш мақсадга мувофиқ ва бунинг учун қуйидаги вазифаларни ҳал қилиш зарур, деб ҳисоблайди⁴²:

1. Индикатор сифатида танланаётган инфляциянинг мақсадли кўрсаткичи маълум даражада барқарор бўлиши, товарлар ва хизматлар баҳосига нисбатан мустақил бўлиши, фундаментал инфляцион жараёнларга боғлиқ бўлмаслиги ва ишончли тарзда прогнозланадиган бўлиши лозим.

2. Инфляциянинг мақсадли кўрсаткичи диапазонининг кенглиги аниқ белгиланган бўлиши ва уни белгилашда жорий инфляциянинг суръати, баҳолар тебранишининг табиати, миқёси эътиборга олинishi лозим.

2. Марказий иқтисодий органларнинг макроиқтисодий фаолиятларини мувофиқлаштириш янада кучайтирилиши лозим.

Бизнинг фикримизча, мамлакатимиз иқтисодиёти ривожланишининг ҳозирги босқичида М2 пул агрегатининг ўсиш кўрсаткичини Марказий банк пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида танлаш мақсадга мувофиқдир. Ушбу таклифимиз қуйидаги далилларга таянади:

1. 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» белгилайди⁴³. 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 юклатилган⁴⁴:

– пул массаси устидан самарали назорат қилишни таъминлаш имконини берувчи пул агрегатлари, банк тизими ликвидлилигининг ва пулга бўлган талабнинг омилар 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.

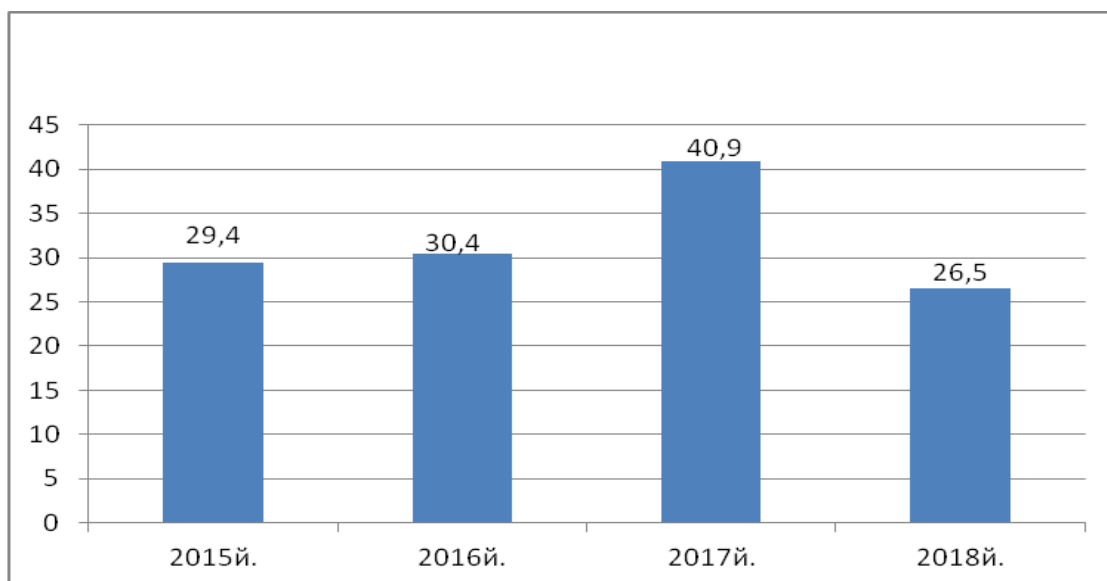
Демак, пул массасининг ўсиш кўрсаткичидан пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида фойдаланиш учун жиддий ҳуқуқий асослар мавжуд.

⁴² Намозов О., Сагдуллаев С. Инфляционное таргетирование в монетарной политике стран с переходной экономикой // Рынок, деньги и кредит. - Ташкент, 2003. – №4. - С. 35-39.

⁴³ Ўзбекистон Республикаси қонуни. Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида. – Тошкент: Ўзбекистон, 2006. – Б. 15.

⁴⁴ 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.

2. Республикамизда пул массасининг ҳажмида нақд пуллар салмоғининг юқорилиги сабабли нақд пул муомаласи билан иқтисодий фаоллик ўртасида бевосита алоқадорликнинг мавжудлиги.



3-расм. Ўзбекистон Республикасида муомаладаги нақд пулларнинг М2 пул массаси таркибидаги салмоғи⁴⁵, фоизда

3-расм маълумотларидан кўринадики, республикамизда, кенгайтирилган пул агрегати таркибида нақд пуллар юқори салмоқни эгаллайди. Бу эса, нақд пул муомаласи билан иқтисодий фаоллик ўртасида бевосита ва кучли алоқадорликнинг мавжудлигидан далолат беради.

Ҳолбуки, тараққий этган мамлакатларда нақд пулларнинг М2 пул агрегати таркибидаги салмоғи 5 фоиздан ошмайди.

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.

⁴⁵ Монетар сиёсат. www.cbu.uz.

3. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки пул базаси орқали муомаладаги пул массасига бевосита ва фаол тарзда таъсир этиш имкониятига эга.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки мажбурий захира сиёсатидан анъанавий монетар инструмент сифатида фаол тарзда фойдаланмоқда. Мажбурий захира ажратмалари эса пул базасининг муҳим элементи бўлиб, пул массасининг мультипликатив кўпайишига бевосита таъсир кўрсатади. Пул базасининг элементларидан яна бири тижорат банкларининг Марказий банкнинг балансидаги «Востро» вакиллик ҳисобрақамларининг қолдиқлари бўлиб, Марказий банкнинг облигацияларини тижорат банкларига сотиш йўли билан унинг миқдорини камайтириш мумкин. Ёки Марказий банкнинг РЕПО операцияларидан фойдаланиш орқали «Востро» вакиллик ҳисобрақамларининг қолдиқлари миқдорини ошириш мумкин. Бунда, айниқса, Марказий банк томонидан қимматли қоғозларни қайтариб сотиб олиш шарти билан сотиш усулидан кенг фойдаланиш мумкин.

Амалда тижорат банкларининг пуллари Марказий банкнинг пуллари асосида шаклланади. Пул базасининг кескин қисқариши пул агрегатлари миқдорининг камайишига олиб келади. Бунинг сабаби шундаки, тижорат банкларининг «Ностро» вакиллик ҳисобрақамлари қолдиқларининг камайиши биринчи навбатда уларнинг балансидаги депозитлар миқдорининг камайганлигини англатади.

«Кенг» пул базаси таркибига одатда тижорат банкларининг Марказий банкнинг балансида очилган вакиллик ҳисобрақамларининг қолдиқлари, муомалага чиқарилган нақд пуллар ва мажбурий захира ажратмалари киради (шуниси характерлики, республикамиз тижорат банклари миллий валютада фақат биттагина вакиллик ҳисобрақамига эга бўлиб, у ҳам бўлса Марказий банкнинг балансида очилган вакиллик ҳисобрақамидир). Вакиллик ҳисобрақамлари қолдиқларининг банклараро ҳисоб-китобларни амалга ошириш учун зарур бўлган миқдордан юқори бўлиши тижорат банкларининг кредит фаоллигини паст эканлигидан, банк активлари даромадлилик даражасининг етарли даражада эмаслигидан ва пул массасининг мультипликатив асосда кўпайтириш имкониятидан тўлиқ фойдаланилмаётганлигидан далолат беради. Бунинг сабаби шундаки, муомаладаги пулларнинг асосий қисми тижорат банклари кредит эмиссиясининг натижасидир.

Банкларнинг вакиллик ҳисобрақамларида пул маблағларининг тўпланиши жалб қилинган маблағлардан ва банкнинг ўз маблағларидан актив операцияларда ва, биринчи навбатда, кредит операцияларида фойдаланилмаётганлигидан далолат беради. Масалан, тижорат банкларининг хорижий валюталардаги «Ностро» вакиллик ҳисобрақамларида вақтинчалик валюта маблағларининг етишмаслиги муаммоси хорижий вакил банкнинг овердрафт кредитлари орқали қисқа вақт оралиғида ҳал қилиниши мумкин.

2.4-§. Монетар сиёсатнинг асосий йўналишлари

Ҳар бир Марказий банк жорий молиявий йил сўнггида кейинги молиявий йил учун монетар сиёсатнинг асосий йўналишларини ишлаб чиқади ва эълон қилади.

Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисидаги қонуннинг “Монетар сиёсатнинг асосий йўналишлари” деб номланган 23-моддасида қуйидагилар белгилаб қўйилган:

Марказий банк келгуси йил учун Ўзбекистон Республикаси монетар сиёсатининг асосий йўналишларини ишлаб чиқади ва ҳар йили кейинги молия йили бошланишидан камида 30 кун олдин Олий Мажлиснинг Сенатига бу ҳақда ахборот беради.

Монетар сиёсатнинг асосий йўналишлари:

Иқтисодий конъюнктуранинг таҳлили ва истиқбол кўрсаткичларини;

Муомалада бўлган пул массасининг иқтисодий жиҳатдан асосланган чегараларини;

Пул массаси йиллик ўсиш суръатининг аниқ мақсадли кўрсаткичларини, шу жумладан, Марказий банк ички активларининг ўзгаришини;

Валюта ҳамда фоиз сиёсатининг асосий йўналишларини;

Пул-кредит соҳасини тартибга солишга доир ҳаракатларнинг аниқ мақсадил асосий кўрсаткичларини ўз ичига олиши лозим⁴⁶.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан эълон қилинган “Монетар сиёсатнинг 2018 йилга мўлжалланган асосий йўналишлари”да қуйидагилар белгилаб қўйилган:

I. Пул-кредит сиёсатининг 2018 йилдаги мақсад ва вазифалари.

2018 йилда пул-кредит сиёсати иқтисодиётда нисбатан юқори инфляцион кутилмалар шароитида амалга оширилади. Шундан келиб чиққан ҳолда, 2018 йили пул-кредит сиёсатини амалга оширишда асосий эътибор монетар омилларнинг инфляцияга таъсирини минималлаштириш ва шу орқали нархлар барқарорлигини таъминлаш учун зарур шароитларни яратишга қаратилади.

Инфляция даражасининг пул массаси ҳамда миқдори валютанинг алмашув курси билан боғлиқлик даражасини инобатга олиб, пул-кредит сиёсатида оралиқ мўлжал сифатида “пул массасининг ўзгариши”дан фойдаланилади.

Иқтисодиётдаги инфляцион босимни пасайтириш мақсадида банк тизимидаги ликвидлик ва пул массаси ҳажмига пул-кредит инструментларидан фаол ва мослашувчанлик билан фойдаланиш орқали таъсир кўрсатилади.

⁴⁶ Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисидаги қонун/Ўзбекистон Республикаси банк тизимини ислоҳ қилиш ва тижорат банклари фаолиятини тартибга солишга доир норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар тўплами. – Тошкент: Ўзбекистон, 2011. – 19-б.

Қатъий пул-кредит сиёсатининг юритилиши иқтисодиётда реал фоиз ставкаларининг ижобийлигини таъминлаш ҳамда ички омиллар ҳисобига алмашув курси кескин тебранишини камайтириш имконини беради.

II. Пул-кредит сиёсатининг 2018 йил учун прогноз параметрлари.

2018 йилда пул массасининг йиллик 12-15 фоиз даражасида ўсиши прогноз қилинмоқда.

2018 йилда давлат бюджетини профицит билан бажарилишини кўзда тутилаётганлиги пул массаси кескин ўсиб кетишининг олдини олишга хизмат қилади.

Мамлакат тўлов баланси жорий операциялар бўлими ижобий сальдосини сақланиб қолиши (ЯИМга нисбатан 2,5-3,0 фоиз даражасида) ҳамда халқаро кредит линиялари ва хорижий инвестициялар ҳажмининг ошиб бориши пул массасининг тезроқ суръатларда ошишига олиб келиши мумкин.

III. 2018 йилда пул-кредит сиёсати самарадорлигини ошириш чора-тадбирлари

Ўрта муддатда босқичма-босқич инфляцияни таргетлаш режимига ўтилади. Бунда, 2018 йилнинг биринчи чорагида “Ўрта муддатда пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш ва амалга ошириш концепцияси” 2018-2021 йилларда инфляцияни таргетлаш режимига ўтишни таъминловчи “йўл харитаси” бўлиб хизмат қилади.

“Концепция” самарали пул-кредит сиёсатини амалга ошириш мақсадида ички макроиқтисодий омиллар ва ташқи шароит ўзгаришини иғобатга олган ҳолда пул-кредит инструментларини такомиллаштириш учун зарур шароит яратиш ҳамда уларнинг трансмиссион механизми самарадорлигини ошириб боришга Марказий банкнинг амалий ёндашувларини ўзида акс эттиради.

2018 йилда пул-кредит инструментлари самарадорлигини ошириш чоралари мамлакатда юзага келган янги иқтисодий воқелик ва талабларга мос равишда мажбурий захиралаш талабларини такомиллаштириш, банклараро пул бозори фаолиятини кенгайтириш, монетар операциялар ўрни ва таъсирини ошириш, пул-кредит ва фискал сиёсат мутаносиблигини таъминлашга қаратилади.

Халқаро тажриба ва андозалар асосида банк назорати амалиётини такомиллаштириш. Шунингдек, банк тизимида рақобат рақобат муҳитини яхшилаш, банкларнинг кредит сиёсатида бозор механизмларини кенг жорий этиш бўйича ишларнинг амалга оширилиши банк тизимида бўлган ишончнинг ортишига ва пул-кредит сиёсати самарадорлигини таъминлашга хизмат қилади.

Пул-кредит сиёсатининг фоиз инструментларини такомиллаштириш.

Марказий банк томонидан тижорат банкларининг ликвидлилигини тартибга солиш ва уни бошқаришда пул-кредит сиёсатининг бозор инструментларидан фаол фойдаланиб борилади. Бунда, халқаро тажриба ва

мамлакатимиз банк тизимининг ўзига хос хусусиятини инобатга олган ҳолда тижорат банкларига ликвидлик бериш бўйича янги инструментлар жорий этилиши ва мавжуд инструментларни такомиллаштириш борасидаги сабий-ҳаракатлар фаоллаштирилади.

2018 йилда банк тизимида вужудга келиши мумкин бўлган ортиқча ликвидлилиكنинг инфляцион босимини камайитириш мақсадида тижорат банкларининг бўш пул маблағларини Марказий банк депозитларига жалб қилиш операцияларини ҳам такомиллаштириш ва кенгайтириш кўзда тутилган.

2018 йилда Марказий банк очик бозор операцияларини фаоллаштириш мақсадида Моляи вазирлиги билан бирга давлат қимматли қоғозларини муомалага чиқариш масаласида яқиндан ҳамкорлик қилади.

2018 йилда банк тизимидаги ликвидлилиكنи самарали бошқариш салоҳиятини янада мустаҳкамлаш мақсадида мажбурий захиралаш меъёри ва талабларини такомиллаштириш кўзда тутилган. Шу мақсадда, тижорат банклари томонидан Марказий банкда мажбурий захираларни шакллантириш бўйича тартиб халқаро тажрибадан келиб чиққан ҳолда қайта кўриб чиқилади.

Валюта сиёсатини амалга оширишда асосий эътибор валюта курсининг бозор механизмлари асосида шаклланишига ҳамда Марказий банкнинг валюта биржасидаги иштирокини минималлаштиришга қаратилади. Бунда, Марказий банкнинг валюта биржасидаги интервенциялари “олтин-валюта захираларининг нейтраллиги”ни таъминлаш мақсадларидан келиб чиқиб, монетар олтинни харид қилиш операциялари натижасида иқтисодиётда ҳосил бўлган қўшимча ликвидлик ва пул массасини “стерилизация” қилишга қаратилади.

Валюта курси сиёсатини юритишда ушбу ёндашув моохиятан эркин ўзгариб боровчи валюта режими талабларига мос келиб, алмашув курсининг иқтисодиётда “ички автоматик стабилизатор” функциясини бажариши учун имконият яратиб беради. Демак, сўмни эркин сузиш режимида ўтиши кўзда тутилмоқда (Марказий банк шу вақтагча сўмни бошқариладиган сузиш режимида эга эканлигини эътироф этиб келар эди).

Пул бозори фаолиятини такомиллаштириш.

2018 йилда қисқа муддатли ликвидлилиكنи тақдим этиш. Банклараро ресурслар бозори учун ягона электрон платформани ишга тушириш кўзда тутилмоқда.

Шаффофликни ошириш ва мулоқот тизимини шакллантириш.

2018 йилда Марказий банк томонидан фаолият шаффофлигини ошириш мақсадида ҳамда аҳоли ва тадбиркорларга электрон ва оммавий ахборот воситалари орқали қабул қилинаётган қарорларнинг сабаб ва моҳиятини тушунтиришга, инфляция даражасига таъсир этувчи омиллар таҳлили ва инфляцион хатарларнинг олдини олиш борасида амалга оширилаётган ишларни тизимли равишда изоҳдашга алоҳида эътибор қаратилади.

Таҳлил ва прогноз салоҳиятини мустаҳкамлаш.

Ўрта муддатли истиқболда инфляцияни таргетлашга ўтиш 2018 йилдан бошлаб Марказий банкнинг таҳлил ва прогноз салоҳиятини мустаҳкамлаш ҳамда замонавий андозалар асосида изчиллик билан такомиллаштиришни тақозо этади. Хусусан, 2018 йил давомида банк тизимидаги ликвидликни ва инфляцияни лмиллар кесимида таҳлил қилишга, замонавий тўлов баланси статистикаси методикасини амалиётга жорий этишга. Асосий макроиктисодий ва пул-кредит кўрсаткичларини моделлаштириш асосида прогноз қилиш инструментларини такомиллаштиришга қаратилган ишлар янада жадаллаштирилади.

Халқаро молиявий институтлар билан ҳамкорлик.

Пул-кредит сиёсатини сифат жиҳатдан янги босқичга олиб чиқиш мақсадида Марказий банк халқаро моля институтлари ва марказий банклар билан яқиндан ҳамкорлик қилади. Жумладан, 2018 йилда пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш ва монетар инструментлар ўрнини мустаҳкамлаш, банк тизимидаги ликвидлик таҳлили ва прогнози, пул бозори операцияларининг самарадорлигини ошириш мақсадида Халқаро валюта фондининг махсус техник кўмак миссиясини жадб этиш ҳамда хорижий мамлакатлар марказий банкларининг илғор тажрибасини ўрганиш ва тажриба алмашиш амалиётини кенгайтириш назарда тутилмоқда⁴⁷.

Ўз-ўзини текшириш учун саволлар

1. Монетар сиёсатнинг стратегик мақсадлари нималардан иборат?
2. Монетар сиёсатнинг тактик мақсадлари сифатида қайси кўрсаткичлардан фойдаланилади?
3. Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисидаги қонунда монетар сиёсатнинг стратегик мақсади сифатида қайси йўналиш белгиланган.
4. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 9 январдаги ПФ-5296-сонли “Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг фаолиятини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги фармонида Ўзбекистон Республикаси Марказий банки фаолиятининг стратегик мақсадлари қилиб нималар белгиланган?
5. “Миқдорий заифлаштириш” сиёсати деганда нимани тушунасиш?
6. Япония иени ва Хитой юанининг АҚШ долларига нисбатан номинал алмашув курси ҳақида нималарни биласиз?
7. Пуллар таклифини таргетлаш хусусида нималарни биласиз?
8. Миллий валютанинг номинал алмашув курсидан монетар сиёсат индикатори сифатида фойдаланишда қайси омилларни ҳисобга олиш лозим?
9. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки монетар сиёсатининг асосий йўналишлари сифатида нималарни биласиз?

⁴⁷ Монетар сиёсатнинг 2018 йилга мўлжалланган асосий йўналишлари (21-27-бб.). www.cbu.uz.

3-БОБ. МОНЕТАР СИЁСАТНИНГ ВОСИТАЛАРИ ВА УЛАРНИНГ АМАЛ ҚИЛИШ МЕХАНИЗМИ

3.1-§. Монетар сиёсатнинг анъанавий воситалари (инструментлари)

Монетар сиёсатнинг анъанавий воситаларига Марказий банкнинг қайта молиялаш сиёсати, мажбурий захира сиёсати, очиқ бозор сиёсати, валюта сиёсати ва депозит сиёсати киради.

Қайта молиялаш сиёсати.

Марказий банк монетар сиёсатни амалга оширишда унинг анъанавий воситаларидан фойдаланиш муҳим ўрин тутди. Нафақат тараққий этган мамлакатларда, балки ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида ҳам анъанавий монетар инструментлардан фойдаланиш монетар сиёсатни амалга оширишнинг таянч воситалари вазифасини бажармоқда.

Марказий банкнинг қайта молиялаш сиёсати Марказий банк томонидан тижорат банкларини кредитлаш билан боғлиқ бўлган тадбирлар мажмуи бўлиб, ушбу сиёсат қуйидаги уч хил кредитлаш усулидан фойдаланилган ҳолда амалга оширилади:

1. Тижорат банкларини Марказий банк томонидан, уларнинг балансидаги тратталарни қайта ҳисобга олиш йўли билан, кредитлаш усули.

Мазкур усулда берилган кредитлар ҳисоб ёки дисконт кредитлари ҳисобланади, уларнинг фоиз ставкаси эса, ҳисоб ёки дисконт ставкаси дейилади.

Марказий банк ҳар бир молиявий йил учун олдиндан тратталарни, яъни узатма тижорат векселларини ўзида қайта ҳисобга олиш контингентини белгилайди. Қайта ҳисобга олиш контингенти ҳажмини белгилашда пул массасининг ўсиш суръати, инфляция даражаси каби муҳим макроиқтисодий кўрсаткичлар ҳисобга олинади.

Тратталарни қайта ҳисобга олиш контингентини мамлакатдаги тижорат банклари сонига бўлиш йўли билан ҳар бир банк учун белгиланадиган қайта ҳисобга олиш лимити суммаси аниқланади. Бу эса, лимитни аниқлашнинг адолатли усули ҳисобланади. Чунки, ушбу усулда барча тижорат банкларига, уларнинг катта ёки кичиклигидан қатъий назар, бир хил лимит белгиланади. Аммо ушбу усулнинг камчилиги шундаки, бунда тижорат банклари активлари миқдори ўртасидаги фарқ натижасида юзага келадиган ликвидли маблағларга бўлган талаб ўртасидаги фарқ ҳисобга олинмайди.

2. Тижорат банкларини Марказий банк томонидан, уларнинг балансидаги қимматли қоғозларни гаровга олиш йўли билан, кредитлаш усули.

Ушбу усулда берилган кредитлар ломбард кредитлари бўлиб, уларнинг фоиз ставкаси эса, ломбард ставкалари дейилади.

3. Тижорат банкларини Марказий банк томонидан тўғридан - тўғри кредитлаш усули.

Мазкур усулда берилган кредитлар овердрафт, овернайт, кунлик ва муддатли кредитлар шаклида бўлади.

Марказий банкнинг овердрафт кредитлари тижорат банкларининг миллий валютадаги “Ностро” вакиллик ҳисобрақамида юзага келган пул маблағлари етишмаслиги муаммосини ҳал қилиш мақсадида берилади.

Овернайт кредитлари бир суткага бериладиган кредитлар бўлиб, улар тижорат банкларида фавқулодда юзага келадиган жуда қисқа муддатли ликвидлилик муаммосини ҳал қилиш мақсадида берилади.

Кунли кредитлар бир операцион кун давомида берилади.

Дунёнинг бир қатор мамлакатларида (Швеция, Россия ва бошқ.) кунлик кредитлар Марказий банклар томонидан қимматли қоғозларни гаровга олган ҳолда фоизсиз берилади ва улар миллий тўлов тизимини қўллаб-қувватлаш мақсадида берилади⁴⁸.

Қайд этиш жоизки, тараққий этган мамлакатларда Марказий банкнинг ҳисоб ставкаларини ўзгариши макроиктисодий барқарорликка, ўсиш суръатларига бевосита ва кучли таъсир кўрсатади. Масалан, АҚШда иқтисодий ўсиш суръатларининг пасайиб боришига барҳам бериш мақсадида Федерал Захира Тизими (ФЗТ) томонидан ҳисоб ставкасининг йиллик даражаси 2004 йилнинг 30 июнидан бошлаб 1 % қилиб белгиланган эди. Ушбу пасайиш иқтисодий ўсиш суръатларининг ошишига олиб келди, аммо муомаладаги пул массасининг ҳам ошишига сабаб бўлди. Натижада, ФЗТ ҳисоб ставкасини кескин ошириш, унинг йиллик даражасини 2007 йилнинг 10 май куни 5,25 % қилиб белгилашга мажбур бўлди⁴⁹.

Сўнгги йилларда қатор тараққий этган мамлакатларда Марказий банкларнинг ҳисоб ставкаларининг беқарорлиги кузатилди. АҚШ ФЗТ 2004 йилнинг 30 июнидан 2007 йилнинг 10 майига қадар ҳисоб ставкасини 17 марта ўзгартирди. 2004 йилнинг 30 июнида ФЗТ нинг ҳисоб ставкаси 1% даражасида белгиланиб, охирги 46 йил мобайнидаги энг паст ҳисоб ставкаси ҳисобланади. 2007 йилнинг май ойидан бошлаб ФЗТ нинг ҳисоб ставкаси 5,25% даражасида белгиланди ва унинг бу қадар юқори белгиланиши инфляциянинг кутилаётган ўсиш суръати билан боғлиқдир.

2011 йилнинг 1 январь ҳолатига келиб, АҚШ ФЗТнинг йиллик ҳисоб ставкаси 0,5 фоизни ташкил этди⁵⁰.

2017 йил 16 июнь куни ФЗТ ҳисоб ставкасининг йиллик даражасини амалдаги 0,75-1,0 фоиздан 1,0-1,25 фоизга оширди. Бу эса, ФЗТ раҳбариятининг фикрига кўра, давлат харажатларининг ўсиши ва тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкаларини пасайиши натижасида баҳоларнинг ўсиш суръатларининг кузатилаётганлиги билан изоҳланади.

⁴⁸ Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика. Учебное пособие. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. - С. 723.

⁴⁹ <http://www.federalreserve.gov> сайти маълумотлари асосида умумлаштирилди.

⁵⁰ <http://lenta.ru/news/2011/01/06/rate/> сайти маълумотлари.

Англия Марказий банки қайта молиялаш сиёсатидан инфляцияни жиловлаш, унинг ўсиш суръатларини ошишига йўл қўймаслик мақсадида фаол тарзда фойдаланади. Бу эса, сўнгги йилларда унинг ҳисоб ставкасини тез-тез ўзгартирилишига сабаб бўлмоқда. 2002-2007 йиллар мобайнида Англия Марказий банкининг ҳисоб ставкаси бир неча марта ўзгартирилиб, 2007 йилнинг июль ойида 5,75 % қилиб белгиланди⁵¹.

Европа Марказий банки евроҳудуд иқтисодиётининг ўсишини рағбатлантириш мақсадида ноллик фоиз ставкасидан фойдаланиш билан бирга, активларни сотиб олиш дастурини кенгайтирди ва узоқ муддатли мақсадли кредитлаш дастури – TLTRO-II ни жорий қилди. Бу эса, ўз навбатида, истеъмол баҳоларининг ўсишида ва тижорат банклари томонидан иқтисодиётнинг реал секторига бериладиган кредитлар ҳажмининг ўсишида муҳим роль ўйнади. 2016 йилнинг июнида истеъмол баҳолари 0,1 фоизга ўсган бўлса, шу йилнинг декабрь ойида, мазкур ўсиш суръати 1,1 фоини ташкил этди.

2015 йилнинг декабрь ойида тижорат банклари томонидан реал сектор корхоналарига берилган кредитлар 0,3 фоизга камайган бўлса, 2016 йилнинг декабрида улар ҳажмининг ўсиш суръати 1,9 фоизни ташкил этди⁵².

Ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида қайта молиялаш сиёсатининг қатор инструментларидан фойдаланиш амалиёти мавжуд. Масалан, Россия Марказий банки томонидан овернайт, овердрафт, ломбард ва муддатли кредитлар бериш қўлланилмоқда.

Қайд этиш жоизки, Россия Марказий банки томонидан берилаётган ломбардли кредитлар, республикамиз амалиётидан фарқли ўлароқ, нафақат юқори ликвидли ҳукумат қимматли қоғозлари билан, балки репутацияси юқори бўлган Россия компанияларининг қарз қимматли қоғозлари билан ҳам таъминланмоқда. Бу эса, Россия Федерацияси Марказий банкининг ломбард кредитлари ҳажмини оширишга имкон бермоқда.

1-жадвал

Россия Марказий банки томонидан тижорат банкларига берилган марказлашган кредитларнинг муддатлари ва фоиз ставкалари⁵³

Кредит тури	Муддати	Фоиз ставкалари		
		3.08.2015 йилдан	14.06.2016 йилдан	19.09.2016 йилдан
Овернайт	1 кун	12,0	11,50	11,0
Олтин билан таъминланган кредитлар	2 кундан 549 кунгача	12,5	12,0	11,5
Нобозор активлар билан таъминланган кредитлар	2 кундан 549 кунгача	12,75	12,25	11,75

1-жадвал маълумотларидан кўринадики, 2016 йилнинг 14 июнидан бошлаб Россия Марказий банки томонидан тижорат банкларига берилган

⁵¹ <http://lenta.ru/news/2007/08/01/rate/> сайти маълумотлари.

⁵² The Publication, 01.01.2017 www.ecb.eu.

⁵³ Годовой отчет Банка России за 2016 год (С. 353). www.cbr.ru.

кредитларнинг фоиз ставкаларини пасайтириш сиёсати қўлланилмоқда. Бу эса, банк тизимида ликвидлилик муаммосининг пайдо бўлганлиги билан изоҳланади.

Шуниси хараактерлики, Россия тижорат банклари Марказий банкдан 549 кунгача муддатга кредит олиш имкониятига эгадир. Бу эса, анча катта муддат ҳисобланади ва банкларнинг ликвидлиги ва ресурс салоҳиятини ошириш нуқтаи-назаридан ижобий ҳолат ҳисобланади.

Шунингдек, Россия тижорат банклари Марказий банкдан АҚШ доллари ва еврода марказлашган кредитлар олиш имконига эга (2-жадвал).

2-жадвал

Россия Марказий банки томонидан тижорат банкларига 2016 йилда АҚШ доллари ва еврода бериладиган марказлашган кредитлар шартлари⁵⁴

	Муддати	Фоиз ставкалари, йиллик	
		14.12.2015 йилдан	23.12.2016 йилдан
АҚШ доллари ва еврода берилган кредитлар	28 кун	2,25	2,25
	365 кун	3,25	3,25

2-жадвал маълумотларидан кўринадик, Россия Марказий банки тижорат банкларига АҚШ доллари ва еврода марказлашган кредитлар беради. Ушбу кредитларни 1 йилгача муддатла берилиши ва фоиз ставкаларининг барқарорлиги тижорат банкларининг валютавий ликвидлигини таъминлашда муҳим рол ўйнайди.

Республикамиз тижорат банкларининг балансида юқори ликвидли қимматли қоғозларга қилинган инвестициялар миқдорининг нисбатан жуда кичиклиги мамлакатимиз Марказий банки томонидан бериладиган ломбард кредитлари ҳажмини оширишга жиддий тарзда тўсқинлик қилиб келди. Масалан, 2016 йилнинг 1 январь ҳолатига, Ўзбекистон Республикаси тижорат банклари томонидан юқори ликвидли қимматли қоғозларга қилинган инвестициялар умумий миқдорининг брутто активлар ҳажмидаги салмоғи атиги 0,1 фоизни ташкил қилди. Сўнгги йилларда республикамиз тижорат банкларининг юқори ликвидли қимматли қоғозларга қилинган инвестицияларининг брутто активлар ҳажмидаги салмоғининг пасайиш суръати кузатилмоқда. Чунончи, 2015 йилда бу кўрсаткич 0,7 фоизни ташкил этган эди⁵⁵.

Бироқ, 2017 йилнинг 1 январидан бошлаб, Ўзбекистон Ҳукуматининг қимматли қоғозларини эмиссия қилиш тўхтатилди.

Республикамиз тижорат банкларининг юқори ликвидли қимматли қоғозларга қилган инвестициялари миқдори даражасининг паст эканлиги

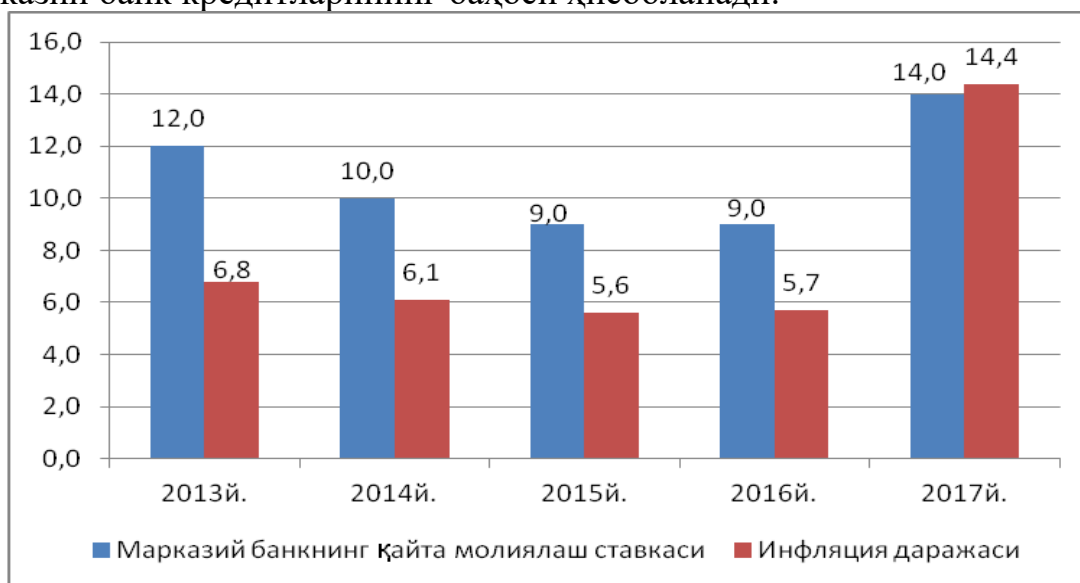
⁵⁴ Годовой отчет Банка России за 2016 год (С. 353). www.cbr.ru.

⁵⁵ Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг статистик маълумотлари асосида муаллифлар томонидан ҳисобланди.

Марказий банкнинг ломбард кредитлари ҳажмини сезиларли даражада ошириш имконини бермайди.

Шуни қайд этиш жоизки, 2017 йилнинг учинчи чорагидан бошлаб, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан тижорат банкларини кредитлаш амалиёти фаоллашди. 2017 йилнинг учинчи чорагида Марказий банк томонидан тижорат банкларига 1,4 трлн. сўм миқдорида кредитлар берилди. Мазкур йилнинг тўртинчи чорагида эса, ушбу кўрсаткич 337 млрд. сўмни ташкил этди⁵⁶.

Тижорат банкларига марказлашган кредитлар бериш амалиётида марказий масала бўлиб Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасининг даражаси ва динамикаси ҳисобланади. Чунки, қайта молиялаш ставкаси Марказий банк кредитларининг баҳоси ҳисобланади.



1-расм. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки қайта молиялаш ставкасининг йиллик даражаси ва инфляциянинг йиллик даражаси⁵⁷, фоизда

1-расм маълумотларидан кўринадики, 2013-2016 йилларда Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг қайта молиялаш ставкасини пасайиш тенденцияси кузатилган. Бу эса, тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкаларини пасайтиришга замин яратиш учун қилинган. Мазкур даврда инфляцияни паст даражада сақлаб туришга муваффақ бўлинган, деб ҳисобланган.

Аммо, 2017 йилга келиб шу ҳолат маълум бўлдики, йирик тижорат банклари томонидан давлат дастурлари доирасида амалга оширилган ва оширилаётган инвестиция лойиҳаларини молиялаштириш мақсадида Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси даражасида кредитлар бериш уларнинг молиявий ҳолатига нисбатан салбий таъсирни юзага келтирди. Чунки, банкларда ҳатто Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасида жалб

⁵⁶ Пул-кредит сиёсати соҳасида 2017 йилнинг IV чорагида амалга оширилган ишлар. www.cbu.uz.

⁵⁷ Расм муаллифлар томонидан Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг www.cbu.uz. Сайти маълумотлари асосида тузилган.

қилиш мумкин бўлган ресурснинг ўзи йўқ эди. Шу сабабли, Марказий банк қайта молиялаш ставкасини бирдан 5,0 фоизли пунктга ошириб, унинг йиллик даражасини 14,0% қилиб белгилашга мажбур бўлди.

Кўпчилик хорижий давлатларда юқори ликвидли қимматли қоғозларга қилинган инвестициялар тижорат банклари активларининг умумий ҳажмида сезиларли даражада юқори салмоқни эгаллайди. Масалан, Россия Федерациясида юқори ликвидли ҳисобланган Ҳукуматнинг қимматли қоғозлари эмиссиясининг мавжудлиги тижорат банкларига ушбу қимматли қоғозлар ҳисобидан ўзларининг жорий ликвидлилигини таъминлашда фойдаланиш ва Марказий банкнинг очиқ бозор операциялари ҳажмини ошириш имконини бермоқда. 2017 йилнинг 1 январь ҳолатига кўра, Россия Марказий банки томонидан сотиб олинган қимматли қоғозлар ҳажми 528 853млн. рублни ташкил этди. Қимматли қоғозларга қилинган мазкур инвестицияларнинг 58,9 фоизини Россия Ҳукуматининг қимматли қоғозлари ташкил қилди⁵⁸.

Таъкидлаш жоизки, олдинги йилларда ҳам Россия тижорат банклари жорий ликвидлилигини Ҳукуматнинг қимматли қоғозлари ҳисобидан ўзларининг жорий ликвидлилигини таъминлаш имконига эга бўлишган. Масалан, 2012 йилнинг 1 январь ҳолатига, тижорат банкларининг ҳукуматнинг қимматли қоғозларига қилган инвестицияларининг умумий миқдори 1496 млрд. рублни ташкил этди. Бунда Россия тижорат банклари томонидан қимматли қоғозларга қилинган инвестицияларнинг умумий миқдори 4676 млрд. рублни ташкил этди⁵⁹. Демак, Россия тижорат банклари томонидан ҳукуматнинг юқори ликвидли қимматли қоғозларига қилинган инвестицияларнинг улар активлари ҳажмидаги салмоғи 3,7 фоизни, банклар томонидан қимматли қоғозларга қилинган жами инвестициялардаги салмоғи эса, 32,0 фоизни ташкил этди. Бу эса, тижорат банкларининг марказлашган ломбард кредитларини олиш имкониятини сезиларли даражада оширишга хизмат қилади.

Тараққий этган мамлакатларда ҳукуматнинг қимматли қоғозларига қилинган инвестициялар тижорат банклари активларининг умумий ҳажмида сезиларли даражада юқори салмоқни эгаллайди. Масалан, 2012 йилнинг 1 январь ҳолатига, Буюк Британиянинг “Барклайз банк”и активларининг умумий ҳажмида ҳукуматнинг қимматли қоғозларига қилинган инвестицияларнинг салмоғи 9,7 фоизни ташкил этди⁶⁰. Мазкур кўрсаткич АҚШнинг “Бэнк оф Америка” банкида 7,9 фоизни ташкил этди⁶¹.

Бунинг устига, тараққий этган мамлакатларда ҳукумат қимматли қоғозларнинг йирик эмитенти ҳисобланади. Масалан, АҚШда қимматли қоғозларнинг эмитентлари ичида ҳукумат, эмиссия ҳажмига кўра, биринчи ўринда туради.

⁵⁸ Годовой отчёт Центрального банка России за 2016 год (С. 245). www.cbr.ru.

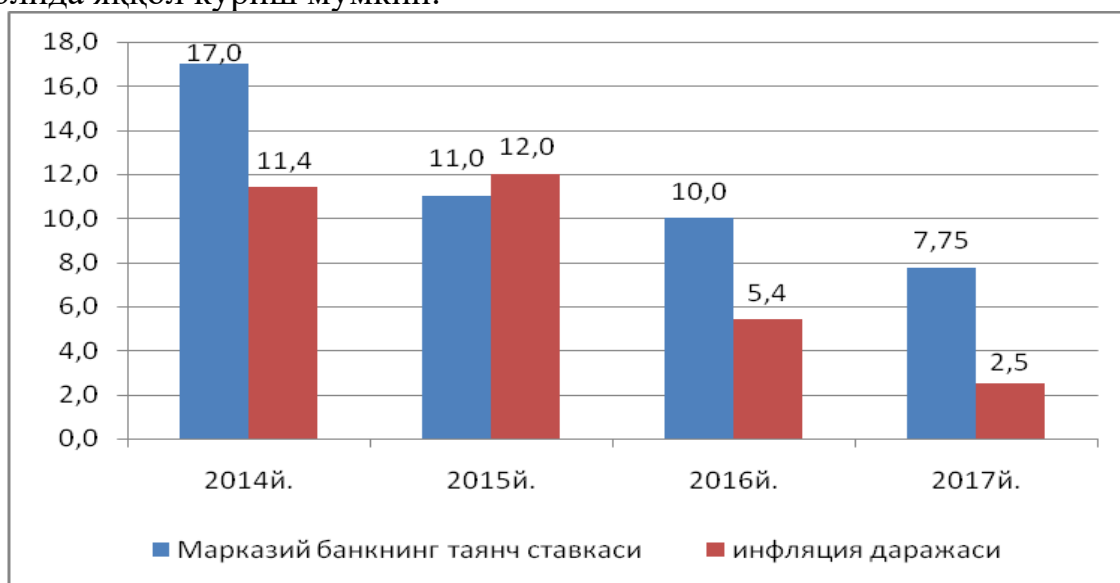
⁵⁹ Бюллетень банковской статистики Центрального банка Российской Федерации. – Москва, 2012. - №2 (225). - С. 136.

⁶⁰ Barclays bank. Annual Report. 2011 – London, 2012. - P. 170.

⁶¹ Bank of America. Annual Report. 2011 – Washington, 2012. - P. 148.

Демак, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки қайта молиялаш сиёсати доирасида амалга ошириладиган дисконт операцияларининг мавжуд эмаслиги, ломбард операцияларининг эса ривожланмаганлиги, 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.

Ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасини белгилашда асосий эътибор инфляциянинг жорий ва кутилаётган даражасига қаратилмоқда. Ушбу ҳолатни Россия ва Ўзбекистон мисолида яққол кўриш мумкин.



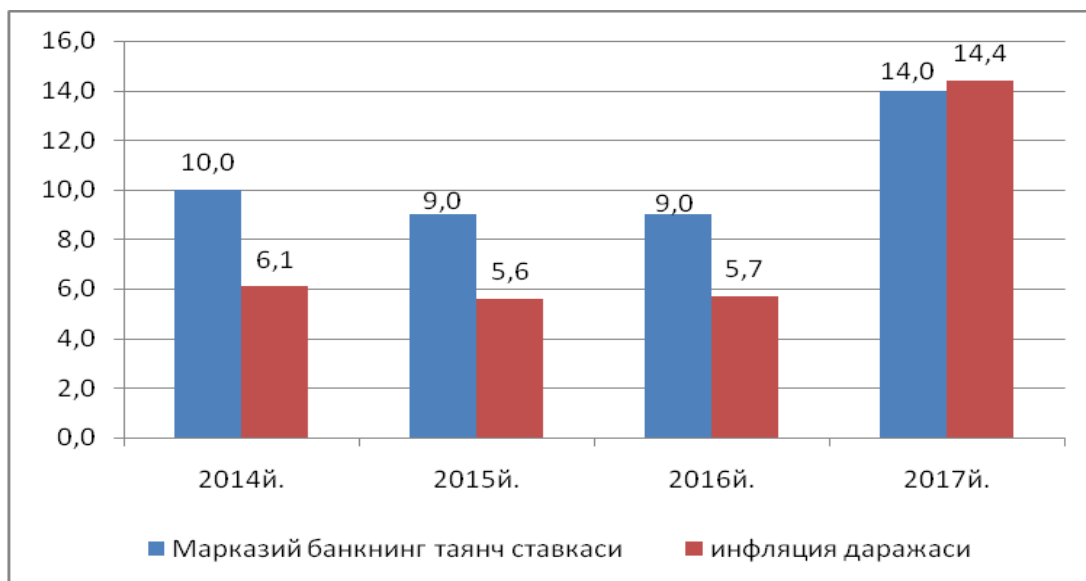
2-расм. Россия Федерациясида Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси (ҳар бир йилнинг сўнгги ўзгартирилган санасига) ва инфляциянинг йиллик даражаси, фоизда⁶²

2-расм маълумотларидан кўринадики, Россия Марказий банки томонидан қайта молиялаш ставкасини ўрнатишда инфляциянинг жорий даражаси ҳисобга олинапти. Масалан, 2016 йилда инфляциянинг йилик даражасини пасайиши Марказий банкка қайта молиялаш ставкасини пасайтириш имконини берган.

Шунингдек, 2017 йилда инфляциянинг йиллик даражасини 2016 йилга нисбатан сезиларли даражада пасайганлиги Марказий банкка қайта молиялаш ставкасини сезиларли даражада пасайтириш имконини берган.

Қуйидаги расм маълумотлари орқали Ўзбекистон Республикасида Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси ва инфляция даражасининг ўзгаришига баҳо берамиз.

⁶² www.cbu.uz сайти маълумотлари.



3-расм. Ўзбекистон Республикасида Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси (хар бир йилнинг сўнгги ўзгартирилган санасига) ва инфляциянинг йиллик даражаси, фоизда)⁶³

3-расм маълумотларидан кўринадики, 2014-2016 йилларда Ўзбекистон Республикасида инфляция даражасини пасайтиришга муваффақ бўлинганлиги Марказий банкка қайта молиялаш ставкасини пасайтириш имконини берган. Бироқ, 2017 йилда валюта сиёсатини либераллаштирилиши муносабати билан Марказий банк қайта молиялаш ставкасини оширган.

2007-2010 йилларда Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасини барқарор тарзда, яъни ўзгармасдан 14,0% даражасида сақлаб турилганлиги инфляциянинг нисбатан паст ва барқарор даражасини таъминлаш имконини берган.

2011 йилнинг 1 январидан бошлаб, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасини 2,0 фоизли пунктга пасайтирилганлиги тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкаларини пасайтириш ва шунинг асосида хўжалик юритувчи субъектларнинг банк кредитларидан фойдаланиш даражасини оширишнинг зарурлиги билан белгиланади.

2012 йил давомида Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси ўзгартирилмасдан, 12,0% даражасида сақлаб қолинди.

2013 йилда ҳам республика Марказий банкнинг фоиз ставкаларининг барқарорлигини таъминлашга қаратилган қайта молиялаш сиёсати давом эттирилди. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқаруви Раиси 2013 йил 23 август куни Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлиси Сенатининг ўн иккинчи ялпи мажлисида берган Ўзбекистон Республикаси

⁶³ Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг маълумотлари. www.cbu.uz.

Марказий банкининг 2012 йилдаги фаолияти тўғрисидаги ҳисоботида инфляцияни жиловлаш, банк тизимининг барқарорлигини янада ошириш ва макроиктисодий ўсиш барқарорлигини таъминлашга қаратилган монетар сиёсатни олиб борилишини таъкидлади. Мазкур ҳолатлар монетар сиёсатнинг 2013 йилга мўлжалланган асосий йўналишларида ўз ифодасини топди. Хусусан, 2013 йилда:

- 2013 йилда инфляциянинг прогноз кўрсаткичи 7-9 % қилиб белгиланди;

- фоиз сиёсатида асосий эътибор пул бозорининг барқарорлигини ва банк депозитлари жозибдорлигини таъминлашга, жумладан, аҳоли омонатлари бўйича реал фоиз ставкаларининг ижобийлигини сақлаб қолиш ҳамда тижорат банклари депозитлар портфелидаги узоқ муддатли депозитлар улушини оширишга, шунингдек, иқтисодиётнинг реал секторига ажратиладиган кредитлар бўйича фоиз ставкаларининг мақбуллигини таъминлашга қаратилади;

- Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси 2013 йил давомида 12% даражасида сақлаб қолинади⁶⁴.

Ўзбекистон Республикаси давлат мустақиллигининг дастлабки йилларида инфляция даражасининг юқори эканлиги Марказий банкни қайта молиялаш ставкасининг оширишга мажбур қилди. 1994 йилда Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасининг йиллик даражаси 150 фоиздан 225 фоизга кўтарилди⁶⁵.

Тараққий этган мамлакатларда Марказий банкларнинг қайта молиялаш ставкасини белгилашда асосий эътибор пул массасининг ўсиш даражасига ва макроиктисодий ўсиш суръатларига қаратилади.

2010 йилда еврозонада пул массасининг йиллик ўсиш суръати 2006 йилга нисбатан 2,4 фоизли пунктга пасайган. Бу эса, жаҳон молиявий-иктисодий инқирозининг таъсири туфайли еврозонада рецессия ҳолатининг юзага келганлиги билан изоҳланади.

Шунингдек, еврозонада инфляциянинг таҳлил қилинган давр мобайнида сезиларли даражада пасайганлиги кузатилди. Бу эса, ўз навбатида, пул массасининг ўсиш суръатларини пасайганлигининг натижасидир.

Маълумотлардан кўринадик, 2006-2007 йилларда ЕМБ дисконт ставкасининг оширилиши евродаги пул массасининг ўсиш суръатини пасайишига олиб келди. Ўз навбатида, ЕМБ дисконт ставкасининг оширилиши АҚШ ФЗТнинг дисконт ставкасининг оширилиши билан боғлиқ.

2006-2007 йилларда ЕМБ ҳисоб ставкасининг 2,0 % даражасида ўзгартирилмасдан сақлаб қолинганлиги пул массасининг йиллик ўсиш суръатларини барқарорлигини таъминлаш имконини берган.

⁶⁴ 2012 йилда пул-кредит сиёсатидаги вазият ва монетар сиёсатнинг 2013 йилга мўлжалланган асосий йўналишлари//Бозор, пул ва кредит. – Тошкент, 2013. - №1. - Б. 22-23.

⁶⁵ Азизов У.Ў. Ўзбекистон иқтисодиётининг барқарор ўсишини таъминлашда монетар ва фискал дастаклар таъсири. – Тошкент: IQTISOD-MOLIYA, 2013. - Б. 25.

2010 йилда евронинг АҚШ долларига нисбатан қадрини 2006 йилга нисбатан бирмунча ошди ва мазкур ҳолат евродаги пул массасини ўсиш суръатларининг нисбатан паст бўлганлиги билан изоҳланади. Бунинг яна бир сабаби - 2008-2010 йилларда Европа Марказий банкининг ҳисоб ставкасини АҚШ ФЗТ ҳисоб ставкасидан юқори бўлганлигидир. 2010 йил давомида ФЗТнинг ҳисоб ставкаси 0,5 % даражасида бўлган бўлса, Европа Марказий банкининг ҳисоб ставкаси 1,0 % даражасида сақлаб турилди.

ЕМБ монетар сиёсатининг самарадорлигини тавсифловчи кўрсаткичлардан бири инфляциянинг паст даражасини таъминлашга муваффақ бўлинганлиги ҳисобланади. 2004-2005 йилларда дисконт ставкаси даражасининг паст бўлганлиги инфляциянинг йиллик даражасини 2 фоиздан юқори бўлишига олиб келди. Аммо жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шароитида ЕМБ ҳисоб ставкасини бир неча маротаба ўзгартиришга мажбур бўлди. Бунинг асосий сабаби шундаки, еврозона мамлакатларида тижорат банклари жорий ликвидлилик даражасини йўқотиб қўйди, яъни уларда ликвидлилик rischi пайдо бўлди.

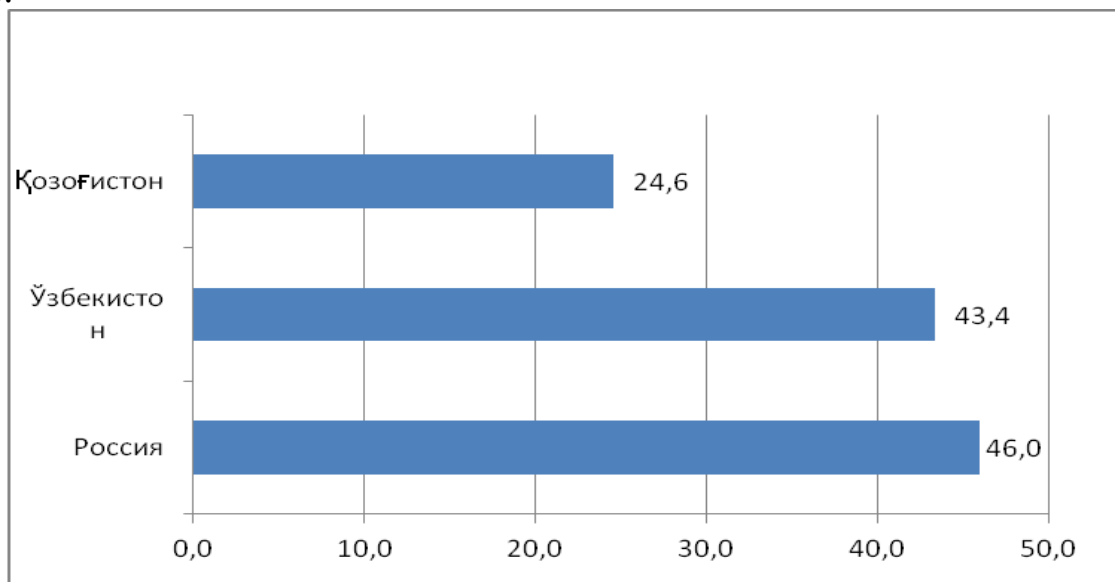
2006-2009 йиллар мобайнида пул массаси еврозонада 0,3 фоизли пунктга ошди. Бунинг сабаби шундаки, жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози натижасида еврозона мамлакатлари тижорат банкларида ликвидлилик riskининг чуқурлашиши юз берди. Бунинг натижасида ЕМБ тижорат банкларига катта миқдорда кредитлар беришга мажбур бўлди.

Келтирилган жадвал маълумотларидан кўринадикки, таҳлил қилинган давр мобайнида инфляциянинг йиллик суръатини барқарор даражасини сақлаб туришга муваффақ бўлинган. Бунинг асосий сабаби шундаки, еврозонага кирувчи мамлакатлар учун инфляциянинг йиллик даражасини 2 фоиздан оширмаслик мажбурияти юкланади. Шу сабабли, еврозонада инфляциянинг ўртача йиллик даражаси таҳлил қилинган давр мобайнида 2,0 фоизлик меъёрий даражадан сезиларли фарқ қилмади.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тижорат банкларини кредитлаш ҳажмини ошириш йўли билан банк кредитлари фоиз ставкаларининг даражасига реал таъсир этиши ва шу асосда аҳоли ва корхоналарнинг банк кредитларига бўлган талабини қондириш даражасини ҳамда тижорат банкларининг жорий ликвидлилик даражасини сезиларли даражада ошириши лозим. Бу эса, пировард натижада, сўмнинг ўрта ва узоқ муддатли даврий оралиқларда барқарорлигини таъминлаш учун зарур бўлган иқтисодий муҳитни 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 Республикаси иқтисодиёти ривожланишининг ҳозирги даврида ўз исботини топмайди. Бунинг сабаби шундаки, ҳозирги даврда, республикамызда иқтисодиётнинг тижорат банклари кредитлари билан таъминланиш даражаси унчалик юқори эмас.



4-расм. Тижорат банклари кредитларининг ЯИМга нисбатан салмоғи⁶⁶, 2018 йилнинг 1 январь ҳолатига

4-расм маълумотларидан кўринадики, республикамызда тижорат банклари кредитларининг ЯИМга нисбатан салмоғи кўрсаткичи қиёсланган давлатларга нисбатан сезиларли даражада паст. Шу сабабли, тижорат банклари кредит қуйилмалари ҳажмининг ошиши пул массасининг инфляцион ўсишига олиб келмайди.

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 банки қайта молиялаш сиёсатининг муомаладаги пул массасига ва миллий валютанинг барқарорлигига таъсирини маълум даражада пасайтиради.

Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси ссуда капиталлари бозоридаги депозитлар ва кредитларнинг бозор ставкаларига таъсир этувчи монетар индикаторлардан бири бўлганлиги сабабли, унинг маълум даврий оралиқларда ўзгартирилмасдан сақлаб турилиши банк кредитлари фоиз ставкаларининг барқарорлигини таъминлашда муҳим аҳамият касб этади. Тижорат банклари кредитлари фоиз ставкаларининг барқарорлигини таъминлаш иқтисодиётнинг реал секторини кредитлаш жараёнига ижобий

⁶⁶ Расм Россия, Қозоғистон ва Ўзбекистон Марказий банкларининг 2016 йил якуни бўйича эълон қилинган статистик маълумотлари асосида муаллифлар томонидан шакллантирилган.

таъсир кўрсатади, корхоналарнинг кредит тўловлари миқдори ошиб кетишининг олдини олади, қайта молиялаш сиёсатининг макроиктисодий барқарорликка таъсирини аниқ баҳолаш имконини оширади.

Марказий банк қайта молиялаш ставкасининг барқарорлиги борасида Япония Марказий банкининг тажрибаси муҳим амалий аҳамият касб этади. 2006 йилнинг ноябр ойида Япония Марказий банкининг ҳисоб ставкаси сўнгги беш йил ичида биринчи марта ўзгарди⁶⁷.

Айни вақтда, шуни эътироф этиш жоизки, сўнгги йилларда бир қатор ривожланган мамлакатларда марказий банклар ҳисоб ставкаларининг нобарқарорлик даражасини ошганлиги кузатилди. Масалан, АҚШ ФЗТ 2004 йилнинг 30 июнидан 2007 йилнинг 10 майига қадар ҳисоб ставкасини 17 марта оширди. 2004 йилнинг 30 июнида ФЗТ нинг ҳисоб ставкаси 1% қилиб белгиланган эди. Бу эса, сўнгги 46 йил мобайнидаги энг паст ҳисоб ставкаси эди. 2007 йилнинг 10 май куни ФЗТ нинг ҳисоб ставкаси 5,25% даражасида белгиланди. Бу эса, нисбатан юқори даражадаги ҳисоб ставкаси ҳисобланади ва унинг 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 кутилмоқда⁶⁸.

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 2007 йилнинг июл ойига келиб унинг йиллик ставкаси 5,75% қилиб белгиланди⁶⁹. Англия Марказий банкининг расмий баёнотида ҳисоб ставкасининг оширилиши инфляцияни жиловлаш мақсадида амалга оширилганлиги эътироф этилган.

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

⁶⁷ [http // lenta. Ru/news/2007/02/21/japan/](http://lenta.ru/news/2007/02/21/japan/)

⁶⁸ [http // lenta. Ru/news/2007/08/01/rate/](http://lenta.ru/news/2007/08/01/rate/)

⁶⁹ [http // lenta. Ru/news/2007/08/01/rate/](http://lenta.ru/news/2007/08/01/rate/)

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 кредитлари мавжуд эмас, ломбардли кредитлари миқдори кичик. Бу эса, ўз навбатида, тижорат банкларининг дисконтли ва ломбардли кредитларга бўлган талабларини қондирилмай қолишига сабаб бўлади.

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. Биргина 2011 йилда Россия Марказий банки томонидан тижорат банкларига 76,8 млрд. рубл миқдорида ломбард кредитлари берилди. Бу эса, 2010 йилдагига нисбатан 78,6 фоизга кўп демакдир⁷⁰. Бунинг устига, тижорат банклари Россия Марказий банкининг бир йилгача муддатли кредитларидан ҳамда овердрафт ва овернайт кредитларидан фойдаланиш имкониятига эгадир.

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 банкларнинг 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 банклар 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 қадрсизланишига йўл қўймаслик зарурияти юзага келади.

⁷⁰ Годовой отчет Банка России за 2011 год. – Москва, 2012. – С. 283.

Биринчи муаммони ҳал қилиш Марказий банк томонидан фаол тарзда стерилизация операциясини амалга оширишни ва қайта молиялаш кредитлари миқдорини кўпайтиришни тақозо этади. Акс ҳолда, хорижий валюталар таклифининг кескин ошиши натижасида миллий валютанинг номинал алмашув курси юқори суръатларда ўсиши ва шунинг асосида мамлакат экспортига нисбатан кучли салбий таъсир юзага келиши мумкин. Мазкур муаммони ҳал қилишда Россия, Норвегия каби йирик миқдордаги Барқарорлаштириш фондларига эга бўлган нефт экспорт қилувчи мамлакатлар бошқа мамлакатларга нисбатан маълум устуворликларга эгадир. Чунки ушбу мамлакатларда нефт жаҳон баҳосининг ошиши натижасида юзага келган қўшимча экспорт тушумининг асосий қисми Барқарорлаштириш фондига тушади. Натижада Барқарорлаштириш фонди пул эмиссиясини стерилизация қилиш функциясини бажаради.

Барқарорлаштириш фондига ва ривожланган молия бозорларига эга бўлмаган мамлакатларда хорижий валюталар таклифининг пул массасига таъсирини камайтириш мақсадида Марказий банкнинг қайта молиялаш сиёсатидан фойдаланиш муҳим амалий аҳамият касб этади ва бир вақтнинг ўзида объектив зарурият ҳисобланади.

Мамлакатдан чиқиб кетаётган хорижий валюталар оқимининг кучайиши натижасида миллий валюта номинал алмашув курсининг барқарорлигига нисбатан юзага келадиган салбий таъсирга барҳам бериш билан боғлиқ бўлган иккинчи муаммони ҳал қилиш, юқорида таъкидлаб ўтганимиздек, Марказий банкнинг қайта молиялаш сиёсати орқали корхоналарнинг тўлов қобилиятини рағбатлантиришни тақозо этади.

2008 йилда бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози Марказий банкларнинг монетар сиёсати инструментларидан фойдаланиш механизмини ва унинг тактик мақсадларини танлаш жараёнларига сезиларли ўзгартиришларни киритишни зарур қилиб қўйди. Хусусан, тараққий этган мамлакатларнинг банк амалиётида Марказий банкнинг кредитлари тижорат банклари фаолиятини молиялаштириш манбаи бўлмаслиги керак, шу сабабли, марказлашган кредитлар жуда қисқа муддатли бўлиб, фақатгина тижорат банкларининг ликвидлилигини таъминлаш мақсадида берилиши лозим, деган пул қондаси мавжуд эди.

Юз берган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози натижасида мазкур пул қондаси бузилди. Яъни, Марказий банклар тижорат банкларига муддатли кредитлар бера бошладилар.

2008-2009 йилларда АҚШ Федерал захира тизими (ФЗТ), Европа Марказий банки (ЕМБ), Англия, Швейцария ва Япония марказий банклари 600 млрд. еуродан ортиқ миқдорда қайта молиялаш кредитлари беришга қарор қилди. 2008 йилгача бўлган даврда ҳам тараққий этган мамлакатларнинг марказий банклари томонидан тижорат банкларига муддатли кредитлар бериш амалиёти мавжуд эди. Аммо ушбу кредитлар

жуда қисқа муддатли бўлиб, фақат тижорат банкларининг жорий ликвидлилигини таъминлаш мақсадига берилар эди.

2007 йилнинг декабр ойида ФЗТ тижорат банкларига даври олти ойгача бўлган муддатга марказлашган кредитлар беришни бошлади. ЕМБ эса, 2008 йилнинг 16 октябридан бошлаб, тижорат банкларига 6 ойгача бўлган муддатга марказлашган кредитлар бера бошлади⁷¹.

Қайд этиш жоизки, ЕМБ тижорат банкларига қимматли қоғозларни гаровга қўйиб, қайта молиялаш кредитлари олиш имкониятини оширди. Яъни, ЕМБ марказлашган кредитларнинг гаров таъминоти сифатида қабул қилинадиган қимматли қоғозларининг сонини оширди. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозига қадар ЕМБ фақат ҳукуматларнинг қимматли қоғозларини ҳамда компаниялар ва банкларнинг активлари билан таъминланган облигацияларнигина ўзининг марказлашган кредитлари учун гаров сифатида қабул қилар эди.

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг салбий таъсири туфайли тижорат банкларининг ликвидлилик даражасини кескин пасайганлиги натижасида ЕМБ томонидан марказлашган кредитлар ҳажмини ошириш заруриятини юзага келтирди. Натижада, ЕМБ корпоратив акциялар ва ипотека облигацияларини гаров объекти сифатида тан олиб, 2008 йилда 8 мингта банкка ломбард кредитлари олиш имконини берди⁷².

Англия Марказий банки жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг бошланғич фазасида қайта молиялаш кредитлари ҳажмини ошириш йўлини тутмади. Аммо Англия банки бунга қадар ҳукуматнинг қимматли қоғозлари ҳамда компаниялар ва банкларнинг облигациялари ҳамда ипотека облигацияларини гаровга олиш йўли билан тижорат банкларига қайта молиялаш кредитлари бериш амалиётига эга эди.

Жаҳон молия инқирози шароитида монетар сиёсатни амалга оширишнинг муҳим хусусиятларидан бири бўлиб, монетар индикаторларнинг беқарорлиги ҳисобланади. Масалан, Хитой Марказий банки, Европа Марказий банки, АҚШ ФЗТ 2008-2009 йилларда ҳисоб ставкасини бир неча марта ўзгартирди⁷³.

Халқаро амалиётдан маълумки, Марказий банкларнинг ҳисоб ставкасини ўзгартиришда асосан қуйидаги икки омил ҳисобга олинади:

- инфляция даражаси;
- банк тизимининг ликвидлилиги.

Глобал молиявий инқироз даврида иккинчи омил Марказий банкларнинг ҳисоб ставкасини ўзгартириш заруриятини юзага келтирди. Бунинг сабаби шундаки, айнан инқироз таъсирида тижорат банкларининг ликвидлилик даражасини кескин тушиб кетиши улар фаолиятидаги

⁷¹ Андрюшин С., Бурлачков В. Денежно-кредитная политика и глобальный финансовый кризис: вопросы методологии и уроки для России // Вопросы экономики. – Москва, 2008. – №11. – С. 39.

⁷² European Central Bank Report 2007. –Fr/M., 2008 маълумотлари.

⁷³ http://lenta.ru/news/2010/12/22/japan_sayti_ma'lumotlari.

ликвидлилик рискининг чуқурлашиш муаммосини юзага келтирди. Натижада, Марказий банклар ҳисоб ставкасини пасайтириш ва ана шу паст ставкаларда марказлашган кредитлар бериш йўли билан банк тизимининг ликвидлилигини таъминлашга мажбур бўлишди.

Лекин, шу билан бирга, глобал молиявий инқироз даврида Марказий банкларнинг ҳисоб ставкасини кескин пасайтирилганлиги инфляция хавфини юзага келтирди. Натижада, бир-бирига қарама-қарши бўлган икки ҳолат юзага келди: бир томондан, ҳисоб ставкаларининг пасайтирилиши тижорат банклари фаолиятидаги ликвидлилик муаммосини бартараф этиш имконини берди; иккинчи томондан эса, Марказий банкларнинг ҳисоб ставкаларини пасайтирилиши, яъни “арзон пуллар” сиёсатининг амалга оширилиши муомаладаги пул массасининг ошишига олиб келади. Бизга маълумки, пуллар таклифининг юқори суръатларда ошиши инфляциянинг кучайишига олиб келади.

Кейинги ўн йил (2000-2010) давомида Япония дефляция муаммосидан қутула олмаётир. Бунинг натижасида Япония Марказий банки ноллик дисконт ставкасидан фойдаланишга мажбур бўлмоқда. Бу эса, тижорат банкларига жуда қўл келади. Чунки, улар Япония Марказий банкининг арзон кредитларидан фойдаланиш орқали ликвидлилик муаммосини ҳал қилишлари мумкин.

Россия Марказий банки глобал молиявий инқироз даврида мамлакат тижорат банкларининг ликвидлилигини таъминлаш мақсадида марказлашган кредитлар ҳажмини кескин оширди. Аммо инфляция даражаси юқори бўлганлиги сабабли, Россия Марказий банки ҳисоб ставкасини сезиларли даражада пасайтира олмади.

Шуниси характерлики, Россияда бошқа мамлакатлардан фарқли ўлароқ, тижорат банкларининг ликвидлилиги ва капиталлашиш даражасини бир вақтнинг ўзида ошириш имконини берадиган усул қўлланилди. Ушбу усул тижорат банкларига субординар кредитлар бериш усули, деб аталади.

2007 - 2008 йилларда Россия Федерациясининг тижорат банкларига 1500 млрд. рубль миқдорида марказлашган кредитлар берилди. Шунинг 950 млрд. рублини субординар кредитлар ташкил этади. Мазкур субординар кредитлар тижорат банкларига 12 йил муддатга, яъни 2020 йилгача бўлган муддатга, йиллик 8 фоизли ставкада берилди⁷⁴.

Россия Марказий банкининг тижорат банкларига субординар кредитлар бериш имконияти чекланган. Шу сабабли, берилган субординар кредитларнинг асосий қисми мамлакатнинг йирик тижорат банкларига, хусусан, «Сбербанк», «Внешторгбанк», «Россельхозбанк»ларга берилди. Масалан, «Сбербанк»ка 500 млрд. рубл миқдоридаги субординар кредит берилди.

Шуниси аҳамиятлики, марказлашган кредитлар беришда Россия Марказий банки тижорат банкларининг мамлакатни ижтимоий-иқтисодий

⁷⁴ Две трети бюджета // Ведомости. – Москва, 2008. – №99. – С.3.

ривожлантиришдаги ўрнига алоҳида аҳамият қаратди. Шунинг учун ҳам, Россия Марказий банки томонидан берилган марказлашган кредитлар умумий суммасининг 90 фоиздан ортиқ қисми мамлакат учун стратегик аҳамиятга эга бўлган компанияларга кредит хизмати кўрсатаётган ва аҳоли пул маблағларини депозит ҳисобрақамларига фаол жалб этаётган тижорат банкларининг ҳиссасига тўғри келди.

Қайд этиш жоизки, Россия Марказий банкининг қайта молиялаш кредитлари бериш имконияти чекланган. Шу сабабли, у ликвидлилик муаммосига дучор бўлган қатор кичик ва ўрта банкларга марказлашган кредитлар бера олмади.

2008 йилда бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози дунё мамлакатларининг экспорт салоҳиятига нисбатан кучли салбий таъсирни юзага келтирди. Хусусан, Японияда 2007 йил ноябрдан 2008 ноябргача бўлган даврда экспорт тушуми 26,7 фоизга камайди⁷⁵.

Ушбу таъсир дунё миқёсида товарлар ва хизматларга бўлган умумий талабнинг пасайиши натижасида юзага келди. Инқироз таъсирида умумий талабнинг кескин пасайганлиги ишлаб чиқариш ҳажмининг ҳам кескин қисқаришига олиб келди. Бизга маълумки, ишлаб чиқариш ҳажмини умумий талаб белгилайди. Ўз навбатида, экспорт тушумининг камайганлиги қатор мамлакатларда миллий валютанинг қадрсизланиш суръатини ошишига олиб келди. Оқибатда кўпчилик мамлакатларда девальвация муаммоси юзага келди.

Девальвациянинг муҳим салбий оқибатларидан бири шундаки, у компанияларнинг импорт тўловлари миқдорининг ошишига олиб келади. Бундан ташқари, миллий валютанинг девальвацияланиш жараёнининг узлуксиз давом этиши хориждан жалб этилган инвестицияларни молиялаштириш самарадорлигига ҳам салбий таъсир кўрсатади.

Тўлов балансининг ҳолатини ёмонлашиши миллий валютанинг алмашув курсига нисбатан кучли тазйиқни юзага келтиради ва миллий валютанинг девальвацияланиши учун жиддий хавфни юзага келтиради.

Шу ўринда, девальвациянинг экспортни рағбатлантиришдаги аҳамиятини эътибордан қочирмаслик лозим. Глобал молиявий инқироз таъсирида компанияларнинг экспорт тушумини камайиш натижасида кўрилган зарарларнинг маълум қисми девальвация натижасида қопланиши мумкин. Яъни, миллий валютанинг девальвация даражасининг ошиши экспортёрларнинг валюта тушумини сўмдаги миқдорининг ошишига олиб келади.

Девальвациянинг иккинчи аҳамияти девальвацияни мамлакат ички валюта бозорида хорижий валюталарга бўлган талабни камайтириш имконини беришида намоён бўлади. Масалан, 2009 йилнинг бошида Қозоғистонда тенге 25 фоизга девальвация қилинди ва бунинг натижасида

⁷⁵ Японский экспорт сократился на четверть. <http://lenta.ru/news/2008/12/22/japan> сайти маълумотлари.

ички бозорида хорижий валюталарга бўлган талаб сезиларли даражада қисқарди.

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг мамлакат банк тизими ва иқтисодиётига нисбатан салбий таъсирига барҳам бериш борасида Хитой Марказий банкининг тажрибаси муҳим аҳамиятга эга.

Хитой Марказий банки мамлакатда инфляциянинг кучайишига барҳам бериш ва иқтисодиётни “қизиқ кетиши”га барҳам бериш мақсадида мажбурий захира меъёрлари ва дисконт ставкасини ошириб бориш сиёсатини қўлламоқда.

2011 йилнинг 25 мартдан бошлаб Хитой Марказий банкининг тижорат банкларининг жалб қилинган ресурсларига нисбатан белгиланган мажбурий захира ставкаси 20 % қилиб белгиланди. 2010 йилнинг бошидан бошлаб Хитой Марказий банкининг мажбурий захира ставкаси 8 марта ўзгартирилди⁷⁶.

Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов ўзининг “Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари” номли илмий рисоласида глобал молиявий инқироз шароитида ички талабни рағбатлантиришга қаратилган сиёсатни амалга ошириш йўли билан жорий конъюнктуранинг ёмонлашиши натижасида юзага келадиган салбий таъсирни юмшатиш зарурлигини асослаб берди. Бу эса, ўз навбатида, мамлакатимизда ички талабни рағбатлантиришга қаратилган монетар сиёсатни амалга ошириш заруриятини юзага келтиради⁷⁷.

Хулоса қилиб айтганда, қайта молиялаш сиёсати Марказий банкларнинг монетар сиёсатида ўзига хос ўрин тутди. Шу билан бирга, 2008 йилда бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози Марказий банкларнинг қайта молиялаш сиёсатида жиддий ўзгаришларни юзага келтирди.

3.2-§. Мажбурий захира сиёсати

Мажбурий захира сиёсати Марказий банк пул-кредит сиёсатининг анъанавий инструментларидан бири ҳисобланади. Бунда уч хил тушунча қўлланилади:

1. Захира талаблари (reserve requirements).
2. Минимал захиралар (minimum reserves).
3. Мажбурий захиралар (legal reserves).

Мажбурий захира сиёсати монетар сиёсатнинг инструменти сифатида дастлаб АҚШ Федерал захира тизими (ФЗТ) томонидан мамлакат банк тизимининг ликвидлилигига таъсир этиш мақсадида жорий қилинган эди.

⁷⁶ <http://lenta.ru/2011/27/05/news/> сайти маълумотлари.

⁷⁷ Ички талабни рағбатлантириш Марказий банк томонидан экспансионистик монетар сиёсатни амалга оширишни талаб этади. Бунинг сабаби шундаки, ички талабни рағбатлантириш учун пул массасининг мультипликатив кенгайишини таъминлаш талаб этилади.

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 қуйидаги уч функцияни бажаради:

- 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 келади. 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 ўлароқ, тижорат банкларининг кредитлаш салоҳиятига бевосита ва тезкор таъсир этиш хусусиятига эга. Шу сабабли, ривожланган саноат мамлакатлари марказий банклари ҳам мазкур инструментдан фойдаланиш амалиётидан воз кечишмаган. Бунга мисол қилиб АҚШ ФЗТни, Европа Марказий банкини (ЕМБ) келтириш мумкин.

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 белгиланган⁷⁸.

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 фойдаланади. 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 қиладди; иккинчидан, мажбурий захира сиёсати муомаладаги пул массасига бевосита ва тез таъсир қилиш хусусиятига эга; учинчидан, мажбурий захира талабларига тижорат

⁷⁸ European Central Bank Report , 2011. –Fr/M., 2012.

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 банклари фаолияти устидан назоратни амалга оширишади.

Шуниси характерлики, ўтиш иқтисодиёти мамлакатларининг кўпчилигида, хусусан, Ўзбекистон, Россия ва Қозоғистонда 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.

3-жадвал

Россия Марказий банкининг мажбурий захира талабномаси⁷⁹

(фоизда)

Мажбурият турлари	Ҳисоботлар даври			
	2016 йил 1 январдан 31 мартгача	2016 йил 1 апрелдан	2016 йил 1 июлдан	2016 йил 1 августдан
Жисмоний шахсларнинг рублдаги депозитлари	4,25	4,25	4,25	5,00
Юридик шахслар-норезидентларнинг рублдаги депозитлари	4,25	4,25	4,25	5,00
Рублдаги бошқа мажбуриятлар	4,25	4,25	4,25	5,00
Жисмоний шахсларнинг хорижий валютадаги депозитлари	4,25	4,25	4,25	5,00
Юридик шахсларнинг хорижий валютадаги депозитлари	4,25	4,25	5,25	6,00
Юридик шахслар-норезидентларнинг хорижий валютадаги депозитлари	4,25	5,25	6,25	7,00
Хорижий валютадаги бошқа мажбуриятлар	4,25	5,25	6,25	7,00

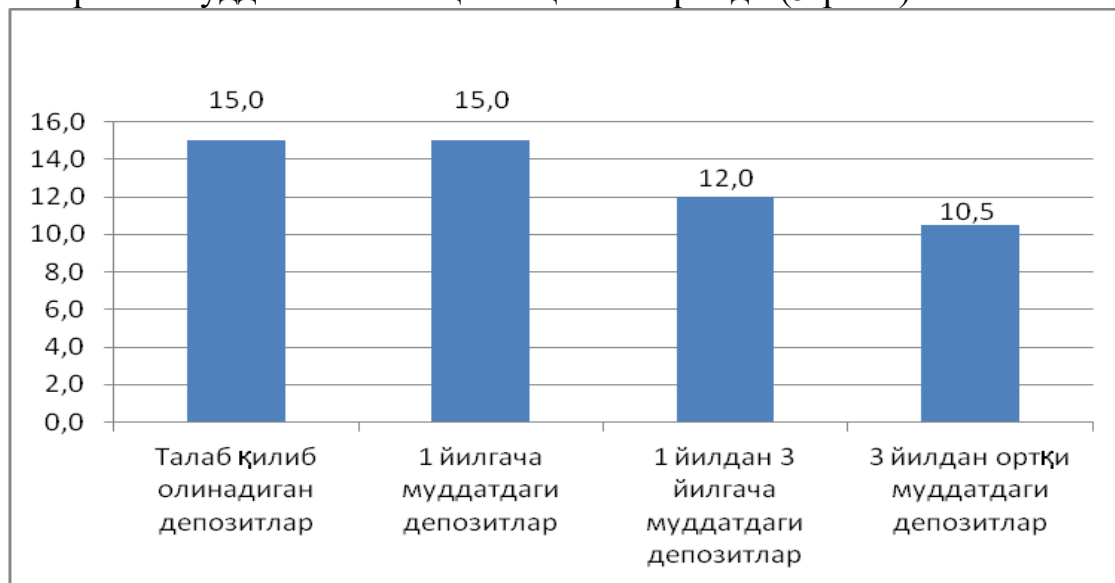
3-жадвал маълумотларидан кўринадики, 2016 йил 1 январдан 31 мартгача бўлган даврда Россия Марказий банкининг мажбурий захира ставкалари тижорат банкларининг барча турдаги мажбуриятларига нисбатан бўйр хил ўрнатилган.

⁷⁹ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2018 год и период 2019 и 2020 годов. www.cbr.ru.

2016 йил 1 апрелдан бошлаб, Россия Марказий банкининг норезидент юридик шахсларнинг депозитлари ва хорижий валютадаги бошқа мажбуриятларга нисбатан мажбурий захира ставкалари оширилган.

Мажбурий захира сиёсати Ўзбекистон Республикаси Марказий банки пул-кредит сиёсатининг асосий, анъанавий инструментларидан бири ҳисобланади. Айниқса, республика Марказий банкнинг очиқ бозор операцияларининг ривожланмаганлиги, Давлат бюджети дефицитининг мавжуд эмаслиги, резидентлар томонидан чиқарилган қимматли қоғозлар инвестицион жозибадорлигининг паст эканлиги мажбурий захира сиёсатининг монетар инструмент сифатидаги аҳамиятини янада оширади, деб ҳисоблаймиз.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2009 йил 28 июлдаги ПҚ-1166-сонли “Тижорат банкларининг инвестиция лойиҳаларини молиялаштиришга йўналтирилган узоқ муддатли кредитлари улушини кўпайтиришни рағбатлантириш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги Қарорига мувофиқ, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг мажбурий захира ставкалари 2009 йилнинг 1 сентябридан бошлаб, депозитларнинг муддатига боғлиқ табақалаштирилди (5-расм).



5-расм. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг мажбурий захира талабномалари⁸⁰, фоизда

5-расм маълумотларидан кўринадики, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг мажбурий захира ставкалари тижорат банклари депозитларининг муддатига боғлиқ равишда табақалаштирилган.

2005-2006 йилларда Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг тижорат банкларининг сўмдаги ва хорижий валютлардаги мажбурий захира ставкалари юқори ва барқарор даражада сақланиб қолди.

⁸⁰ www.cbu.uz сайти маълумотлари.

Республика Марказий банкининг мажбурий захира ставкалари 2007 йилнинг сентябрь ойида унификация қилинди ва тижорат банкларининг барча депозитлари учун ягона 15% қилиб белгиланди. 2008 йил ноябрдан бошлаб, Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси 2,0 фоизли пунктга оширилди.

2001-2005 йиллар мобайнида республика Марказий банкининг тижорат банкларининг сўмдаги депозитларига нисбатан белгиланган мажбурий захира ставкаларининг сезиларли даражада пасайиб бориши кузатилди. Бу эса, хорижий валюталарга нисбатан трансакцион депозитлар шаклида юзага келадиган талаб суммасини сезиларли даражада ошишига олиб келди ва мажбурий захира талабномаларининг тижорат банкларининг депозит базасига нисбатан салбий таъсири сақланиб қолди.

2009-2017 йилларда Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг мажбурий захира ставкалари тижорат банклари депозитларининг муддатига боғлиқ равишда табақалаштирилди. Бундан кўзланган мақсад – тижорат банкларининг узоқ муддатли ресурс базасини мустаҳкамлашга кўмаклашиш.

Евро муомалага киритилгунга қадар Европа Иттифоқига (ЕИ) аъзо бўлган мамлакатларнинг ичида мажбурий захира ставкаси нисбатан Италия ва Испанияда юқори бўлиб (20 фоизгача), инфляция йиллик даражасини ушбу иккала мамлакатда ЕИнинг бошқа мамлакатларига нисбатан сезиларли даражада юқори эканлиги билан изоҳланади. Ўзбекистонда эса, 2018 йилга қадар мажбурий захира ставкаларининг даражасини белгилашда инфляция омилини ҳисобга олишга зарурият йўқ эди. Чунки, бу даврда мамлакатимизда инфляциянинг мўътадил даражасини таъминлашга муваффақ бўлинган. Масалан, инфляциянинг йиллик даражаси 2012 йилда 7,0 фоизни ташкил этди. Ҳолбуки, ушбу кўрсаткич 2001 йилда 26,6 фоизни ташкил этар эди⁸¹. Бироқ, 2017 йил якуни бўйича мамлакатимизда инфляциянинг йилик даражаси 14,4 фоизни ташкил этди.

2007 йилнинг 1 сентябридан бошлаб, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг хорижий валютадаги депозитларга нисбатан ўрнатган мажбурий захира ставкасини 5 фоизли пунктга кескин оширилиши, биринчидан, тижорат банкларининг ликвидлилигига нисбатан кучли салбий таъсирни юзага келтиради; иккинчидан, тижорат банкларининг хорижий валюталардаги муддатли ва жамғарма депозитларига фоиз тўлаш имкониятини кескин пасайтириб юборади. Бу эса, аҳоли қўлидаги ва корхоналар жорий ҳисобрақамларидаги валюта маблағларини банкларнинг муддатли депозит ҳисобрақамларига жалб этиш жараёнига жиддий таъсир кўрсатди. Иқтисодийни модернизациялаш босқичида аҳоли ва корхоналар жорий ҳисобрақамларидаги валюта маблағларини тижорат банкларининг муддатли ва жамғарма депозит ҳисобрақамларига жалб этиш ва уларни иқтисодийнинг устувор йўналишларига кредит сифатида йўналтириш

⁸¹ Ўзбекистон Марказий банкининг пул-кредит сиёсати якунлари бўйича йиллик ҳисоботлари маълумотлари.

миллий иқтисодиётни ривожлантиришнинг устувор вазифаларидан бири ҳисобланади. Ушбу вазифани ҳал этиш, ўз навбатида, хорижий валюталарда банкларга жалб этилган муддатли ва жамғарма депозитларига тўланадиган фоиз ставкаларини ошириш йўли билан мазкур депозитларнинг аҳоли ва корхоналар учун жозибадорлигини оширишни тақозо этади.

Юқоридаги вазифаларни амалга ошириш учун Марказий банк хорижий валюталардаги депозитларга нисбатан белгиланган мажбурий захира ставкаларини минимал даражага келтириши зарур. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки хорижий валюталардаги депозитларга нисбатан белгиланган амалдаги захира ставкасини ошириш йўли билан республикамиз тижорат банкларининг хорижий валюталардаги муддатли ва жамғарма депозитларига фоиз тўлаш имкониятини кескин пасайтиради.

Халқаро банк амалиётида тижорат банкларининг хорижий валютадаги депозитларига нисбатан Марказий банк томонидан ўрнатилган мажбурий захира ставкаларининг сезиларли даражада (5-6 фоизли пунктдан 80 фоизли пунктгача) оширилиши, одатда, мамлакатга хорижий валюталар кириб келишининг кучайиши оқибатида мамлакатнинг тўлов балансида катта миқдорда ижобий сальдонинг пайдо бўлиши ва халқаро захиралар миқдорининг кескин кўпайиши натижасида амалга оширилади.

Шуниси характерлики, айрим МДХ давлатларида (Россия, Қозоғистон) сўнгги йилларда марказий банкларнинг мажбурий захира ставкаларини пасайиб бориши кузатилмоқда. Масалан, Россия Федерацияси Марказий банки томонидан тижорат банкларининг рублдаги депозит ҳисобрақамларининг қолдиқларига нисбатан мажбурий захира ставкаси 2011 йилнинг 1 апрелидан бошлаб 4,0% қилиб белгиланди. Ҳолбуки, 2004 йилда мажбурий захира ставкаси 7 фоиз эди⁸².

Халқаро банк амалиётида мажбурий захира ставкаларини белгилашда трансакцион депозитларнинг хорижий валюталарга бўлган талабга ва мажбурий захира сиёсатининг тижорат банкларининг депозит базасига таъсири масалалари инобатга олинади. Масалан, АҚШда 2007 йилнинг 20 декабридан бошлаб трансакцион депозитлар бўйича табақалашган мажбурий захира ставкалари қуйидагича бўлиши белгилаб қўйилди:

– 0 АҚШ долларидан 9,3 млн. АҚШ долларигача бўлган трансакцион депозитларга нисбатан 0 %;

– 9,3 млн. АҚШ долларидан ортиқ ва 43,9 млн. АҚШ долларигача бўлган трансакцион депозитларга нисбатан 3 %;

– 43,9 млн. АҚШ долларидан ортиқ бўлган трансакцион депозитларга нисбатан 10 %.

Таъкидлаш лозимки, АҚШда 1990 йил 20 декабрдан буён муддатли депозитлар ва хорижий валютадаги депозитлар мажбурий захира талабномаларидан тўлиқ озод қилинган⁸³.

⁸² Материалы Бюллетеня банковской статистики Центрального банка Российской Федерации.

⁸³ <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/rezervereq.htm>.

АҚШ мисолида келтирилган маълумотлардан кўринадик, нисбатан катта миқдордаги трансакцион депозитларга нисбатан юқори захира ставкалари белгиланган. Чунки улар хорижий валюталарга бўлган талабга кучли таъсир кўрсатади. Тижорат банкларининг муддатли депозитлари эса мажбурий захира талабномаларидан озод қилинган. Бунинг боиси шундаки, муддатли депозитлар тижорат банкларининг асосий ресурс манбаи ҳисобланади ва уларга нисбатан юқори захира ставкаларининг қўлланилиши тижорат банкларининг ресурс базасига нисбатан кучли салбий таъсирни юзага келтиради.

Буюк Британия, Япония, Канада, Люксембург, Швецияда мажбурий захира сиёсатидан Марказий банк пул-кредит сиёсатининг инструменти сифатида фойдаланилмаслигининг асосий 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, мажбурий захира ставкаларини депозитларнинг суммаси ва муддатига боғлиқ равишда табақалаштириш захира талабномалари миқдорини ҳисоблаш ва унинг тўғри ҳисобланаётганлиги устидан Марказий банк назоратини амалга оширишни қийинлаштиради. Аммо қийинчиликдан қочиб, захира ставкаларини табақалаштирмаслик мажбурий захира сиёсатидан фойдаланиш амалиётини такомиллаштириш имконини бермайди.

Одатда, тижорат банкларининг хорижий валюталардаги депозитларига мажбурий захира талабномаларини жорий этиш тўлов балансининг йирик миқдордаги профицити мавжуд бўлган шароитда миллий валютанинг ревальвациясига йўл қўймаслик мақсадида амалга оширилади. Мамлакатимиз иқтисодиёти ривожланишининг ҳозирги босқичида эса, ревальвация муаммоси мавжуд эмас. 2005 йилдан 2012 йилга қадар сўм номинал алмашув курсининг етакчи хорижий валюталарга нисбатан пасайиши кузатилди.

Хулоса қилиб айтганда:

– Марказий банкнинг мажбурий захира талабномаси тижорат банкларининг кредитлаш салоҳиятига бевосита ва кучли таъсир кўрсатади, шу сабабли, бозор характерига эга бўлган монетар инструментлардан (очик бозор сиёсати, дисконт сиёсати, валюта сиёсати) фойдаланиш амалиёти такомиллашмаган мамлакатларда мажбурий захира талабномалари тижорат банклари кредит экспансиясини жиловлашнинг энг қулай воситаси ҳисобланади;

– қатор ривожланган давлатларда Марказий банкнинг мажбурий захира талабномаларининг тижорат банклари ресурс базасига нисбатан салбий

таъсирини олдини олиш мақсадида мажбурий захира ставкалари депозитларнинг суммаси ва муддатига боғлиқ равишда табақалаштирилган;

– Ўзбекистон Республикасида Марказий банк мажбурий захира ставкаларини депозитларнинг муддатига боғлиқ равишда табақалаштирилганлиги тижорат банкларининг узок муддатли ресурс базасининг барқарорлигига ижобий таъсир кўрсатади.

3.3-§. Очик бозор сиёсати

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 узок муддатли хазина мажбуриятлари;
- корпоратив облигациялар;
- тижорат банкларининг депозит сертификатлари;
- корхоналарнинг тижорат векселлари.

Мазкур қимматли қоғозлар пул бозори ва капитал бозорига тегишли бўлиб, иккиламчи бозордан сотиб олинади ёки сотилади. Ҳукуматнинг қисқа муддатли облигациялари, хазина векселлари пул бозорининг молиявий инструментлари ҳисобланади. Корпоратив облигациялар эса, капиталлар бозорига тегишлидир.

Аммо кўпчилик Марказий банклар очик бозор операцияларини амалга оширишда ҳукуматнинг қимматли қоғозларидан фойдаланишни афзал билишади. Бунинг сабаби шундаки, биринчидан, ҳукуматнинг қимматли қоғозлари ишончли инвестициялаш объекти ҳисобланади; иккинчидан, уларга қилинган инвестициялардан олинган даромадлар солиққа тортилмайди; учинчидан, ҳукуматнинг қимматли қоғозларига ҳар доим фонд бозорида талаб мавжуд.

Бир қатор ривожланган саноат давлатларида, масалан, АҚШ, ГФР, Буюк Британия, Италия, Австрия ва Францияда Марказий банкнинг қимматли қоғозни бирламчи бозордан сотиб олиши очик бозор операцияси сифатида эътироф этилмайди, балки кредит операцияси ҳисобланади. Масалан, ҳукуматнинг қимматли қоғозларини бевосита ҳукуматнинг ўзидан сотиб олиш Давлат бюджети харажатларини Марказий банк томонидан кредитлаш ҳисобланади. Аммо 2008 йилда бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози даврида тараққий этган мамлакатларда, шу жумладан, АҚШда Марказий банкларга қимматли қоғозни бевосита эмитентнинг ўзидан сотиб олишга рухсат этилди.

Марказий банк томонидан очик бозор сиёсати доирасида қимматли қоғозларнинг сотиб олиниши, биринчидан, миллий валютадаги пул

массасининг кўпайишига; иккинчидан, тижорат банклари ликвидлилигининг ошишига олиб келади. Шу сабабли, ривожланган давлатларда Марказий банк очик бозор операцияларидан тижорат банкларининг ликвидлилигига ва муомаладаги пул массасига таъсир этиш воситаси сифатида фойдаланади.

Миллий банк тизими ривожланишининг айрим даврий оралиқларида тижорат банкларида ортиқча ликвидлиликнинг тўпланиши юз беради. Уни ўз вақтида банк тизимидан олиб қўймаслик муомаладаги пул массаси ҳажмининг ошишига ва натижада инфляциянинг кучайишига олиб келиши мумкин. Бундай шароитда Марказий банк очик бозор операцияларини амалга ошириш йўли билан, яъни қимматли қоғозларни тижорат банкларига сотиш орқали мамлакат банк тизимидаги ортиқча ликвидлиликни олиб қўяди. Аммо бунинг учун зарур шарт-шароитлар мавжуд бўлиши керак. Жумладан, тижорат банкларида Марказий банкка, пул-кредит органи сифатида, қатъий ишонч бўлиши, инфляция ва миллий валюта курсининг тебраниши натижасида қимматли қоғозларга қилинган инвестицияларнинг реал қиймати пасаймаслиги лозим. Айниқса, ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида инфляция даражасининг юқори ва нобарқарорлиги кузатилади. Бунинг натижасида инвесторларнинг очик бозор операциялари объектлари бўлган қимматли қоғозларга қилинган инвестицияларининг реал қиймати пасаяди. Шунингдек, миллий валюта қадрининг сурункали тарзда пасайиб бориши натижасида ҳам миллий валютада эмиссия қилинган қимматли қоғозларга қилинган инвестицияларнинг реал қиймати пасаяди. Буларнинг барчаси, пировард натижада, мазкур қимматли қоғозлар инвестицион жозибадорлигининг пасайишига олиб келади.

Марказий банк очик бозор операцияларини амалга оширишда РЕПО операцияларидан кенг фойдаланади. Икки хил РЕПО операцияси мавжуд:

- тўғри РЕПО;
- тескари РЕПО.

Тўғри РЕПО деганда, Марказий банк томонидан қимматли қоғозларни қайта сотиб олиш шarti билан сотиш тушунилади.

Тескари РЕПО деганда, Марказий банк томонидан қимматли қоғозларни қайта сотиш шarti билан сотиб олиш тушунилади.

Марказий банк очик бозор операциялари объектлари сонини ошириш йўли билан очик бозор сиёсати самарадорлигини ошириши мумкин. Бунда қимматли қоғозлар курслари барқарорлигини таъминлаш масаласи юзага келади. Халқаро банк амалиётида Марказий банк томонидан қимматли қоғозлар курсини белгилашда асосан икки усулдан фойдаланилмоқда. Биринчи усулда Марказий банк қимматли қоғозларни қайта сотиб олиш шarti билан сотади ва сотиб олиш курси аниқ белгилаб қўйилади. Иккинчи усулда эса, Марказий банк минимал курсни эълон қилади ва тижорат банкларининг қимматли қоғозларга бўлган талабидан келиб чиққан ҳолда, сотиш ёки сотиб олиш курсини белгилайди.

Шуниси характерлики, ҳар қандай Марказий банк очик бозор операцияларини амалга оширишда ўзига контрагент, яъни ҳамкор танлаб олади. Масалан, АҚШда Нью-Йорк Федерал резерв банки очик бозор операцияларини 20 та юридик шахс мақомига эга бўлган “бирламчи дилерлар” билан амалга оширади. Бирламчи дилерлар Марказий банкдан олган ликвидли маблағларини банк секторига қайта тақсимлайди⁸⁴.

Япония Марказий банки, Швециянинг Риксбанки очик бозор операцияларининг объекти сифатида молиявий векселлардан кенг фойдаланса, Жанубий Корея, Россия Марказий банклари облигациялардан кенг фойдаланишади.

Россия Марказий банки очик бозор операцияларини амалга оширишда контрагентларни танламайди, балки барча банкларга очик бозор операцияларини амалга оширишга рухсат эди⁸⁵.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг очик бозор операцияларида олди-сотди объекти бўлиб ҳукуматнинг қисқа муддатли облигациялари ва ўрта муддатли хазина мажбуриятларидан фойдаланади. Аммо 2010 йилда давлатнинг қимматли қоғозларини эмиссия қилиш бутунлай тўхтатилди. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2011 йил 30 декабрдаги ПҚ-1675-сонли “Ўзбекистон Республикасининг 2012 йилги асосий макроиқтисодий кўрсаткичлари прогнози ва Давлат бюджети параметрлари тўғрисида”ги Қарорига мувофиқ, давлатнинг ўрта муддатли хазина мажбуриятлари 2013 йилдан бошлаб муомалага чиқарилмайдиган бўлди. Бунинг натижасида Ўзбекистон Марказий банкининг очик бозор операциялари **де-юре** ва **де-факто** тўхтади.

Агар уларнинг эмиссия ҳажми оширилса ва иккиламчи қимматли қоғозлар бозорида эркин олди-сотди қилиниши таъминланса, бу ҳолат мамлакатимизда юқори ликвидли қимматли қоғозлар бозорининг ривожланишига замин яратади.

Ҳукумат қимматли қоғозлари бозорини ривожлантиришнинг зарурий шартларидан бири бўлиб, ҳукумат томонидан инвесторларнинг ҳукумат қимматли қоғозларига қилинган инвестициялари суммаси ва фоизларининг ўз вақтида ва тўлиқ тўланиши ҳисобланади. Айрим ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида Давлат бюджети даромадларининг етишмаслиги муаммоси мавжуд бўлиши мумкин. Бундай шароитда ҳукумат қимматли қоғозлари бўйича мажбуриятларни ўз вақтида бажара олмай қолиш хавфи юзага келади. Агар ҳукумат ушбу хавфни ўз вақтида бартараф эта олмаса у ҳолда, ҳукумат қимматли қоғозлари бозорига нисбатан кучли ишончсизлик кайфияти юзага келади ва бу ишончсизлик пировард натижада мамлакат фонд бозорининг ривожланишига кучли зарба бериши мумкин. Бунинг натижасида Марказий банкнинг очик бозор сиёсатининг самарадорлиги ҳам кескин пасайиши мумкин.

⁸⁴ <http://www.newyorkfed.org/markets>.

⁸⁵ <http://www.cbr.ru>.

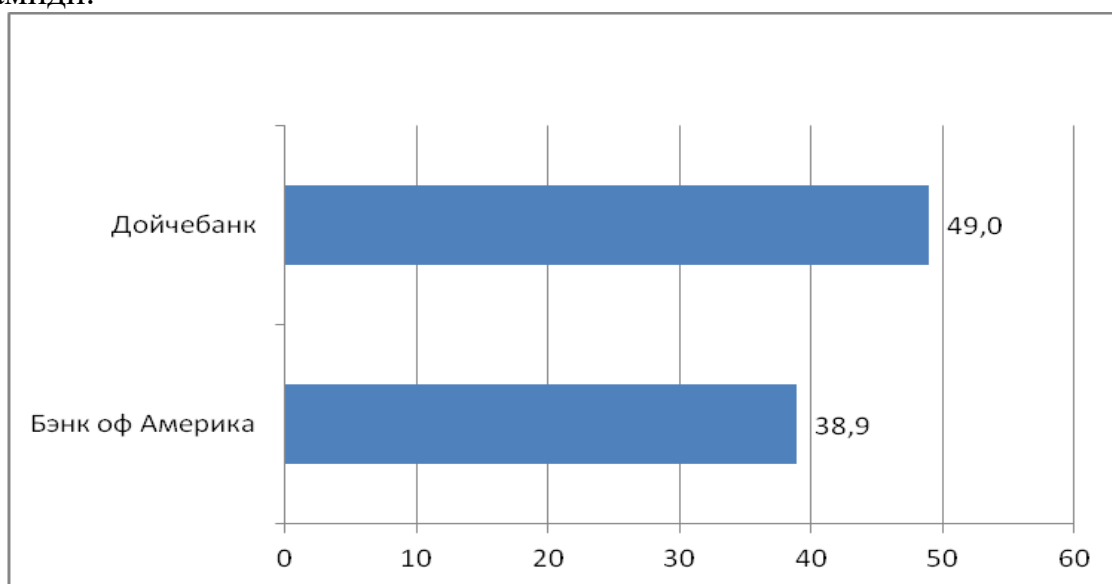
Биз қуйидаги жадвал маълумотлари орқали Ўзбекистон Республикаси тижорат банкларининг балансида инвестициялар ва бошқа қимматли қўғозларнинг улушини кўриб чиқамиз.

4-жадвал

Ўзбекистон Республикаси тижорат банклари активлари ва уларнинг умумий ҳажмида инвестициялар ва бошқа қимматли қўғозларнинг улуши⁸⁶

Кўрсаткичлар	01.01. 2017й.	01.02. 2018й.
1. Тижорат банкларининг брутто активлари, млрд. сўм	84 075	166 632
2. Тижорат банклари томонидан қилинган инвестициялар ва сотиб олинган қимматли қўғозлар, млрд. сўм	2 621	4 115
3. Инвестициялар ва қимматли қўғозларнинг банкларнинг брутто активлари ҳажмидаги салмоғи, %	3,1	2,5

4-жадвал маълумотларидан кўринадики, 2017-2018 йилларда республикаимиз тижорат банкларининг брутто активлари ҳажмида инвестициялар ва қимматли қўғозларнинг салмоғи жуда кичик бўлган. Бу эса. Марказий банкка очик бозор операциялари ҳажмини ошириш имконини берайди.



6-расм. Бэнк оф Америка (АҚШ) ва Дойчебанк (Германия) активларининг умумий ҳажмида қимматли қўғозларга қилинган инвестицияларнинг салмоғи⁸⁷, фоизда (2017 йилнинг 1 январь ҳолатига)

⁸⁶ Ўзбекистон Республикаси тижорат банкларининг йиллик ҳисобот маълумотлари ва «Ўзбекистон иқтисодиёти» бюллетени маълумотлари асосида муаллифлар томонидан ҳисобланди.

⁸⁷ Bank of America. Annual Report 2016, Deutsche bank. Annual Report 2016 маълумотлари асосида ҳисобланди.

6-расмда келтирилган маълумотлардан кўринадик, АҚШнинг Бэнк оф Америка банки ва Германиянинг Дойчебанки активларининг умумий ҳажмида қимматли қоғозларга қилинган инвестициялар юқори салмоқни эгаллайди.

Қайд этиш жоизки, тижорат банкларининг ҳукуматнинг қимматли қоғозларига қилинган инвестицияларининг кичиклиги мамлакат Давлат бюджетини 2005 йилдан буён профицит билан бажарилаётганлиги билан изоҳланади.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан сўнгги йилларда ўз облигацияларини эмиссия қилиш ва уларни бирламчи бозорда жойлаштириш йўли билан муомаладаги пул массасининг ўсиш суръатини пасайтириш усулидан фойдаланилмоқда.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки облигациялари эмиссия ҳажмининг кичиклиги, асосан, уларни тижорат банклари “Ностро” вакиллик ҳисобрақамларидаги пул маблағлари миқдорини камайтириш, яъни ортиқча ликвидлиликни олиб қўйиш мақсадида чиқарилаётганлиги билан изоҳланади.

Марказий банкнинг очик бозор сиёсатини амалга оширишда Марказий банкнинг савдо ҳамкорларини танлашнинг халқаро амалиётда қабул қилинган принциплари мавжуд. Халқаро амалиётда Марказий банкнинг очик бозор операцияларида иштирок этувчи тижорат банкларини (савдо ҳамкорлари) танлашда қуйидаги икки принципдан фойдаланилади:

1. Агар Марказий банк очик бозор операцияларини доимий равишда амалга оширмаса (масалан, ҳафтада бир марта амалга оширса), у ҳолда, ушбу операцияларда барча тижорат банклари иштирок этишади.

2. Агар Марказий банк очик бозор операцияларини доимий равишда амалга оширса, яъни ҳар куни ёки бир кунда бир неча марта амалга оширса, у ҳолда, Марказий банк унча кўп сонли бўлмаган бир нечта тижорат банкни танлайди.

Айрим ҳолларда, Марказий банк пуллар таклифига тез таъсир қилиш мақсадида битта тижорат банки билан йирик суммага очик бозор операциясини амалга оширади. Фикримизча, Ўзбекистон Республикаси банк тизими ривожланишининг замонавий босқичида Марказий банкнинг битта тижорат банки билан очик бозор операциясини амалга ошириши, республикамиз банк амалиётида соғлом рақобат муҳити тўлиқ шаклланмаган ҳозирги шароитда, ушбу банк монопол мавқеининг юзага келишига олиб келиши мумкин.

Марказий банк томонидан очик бозор операцияларини амалга оширишда тижорат банкларига нисбатан аниқ мезонларга асосланган мажбуриятлар белгиланиши лозим. Бу борада очик бозор сиёсати бўйича катта тажриба тўплаган марказий банklar (Англия Марказий банки, ГФР Бундесбанки, АҚШ ФЗТ) нинг очик бозор операцияларини амалга ошириш тартибини ўрганиш мақсадга мувофиқдир. Масалан, Англия Марказий банкининг амалдаги талабига кўра, Марказий банк билан очик бозор

операцияларида иштирок этувчи тижорат банклари қуйидаги мезонлар бўйича талабга жавоб беришлари лозим⁸⁸:

- операцияни тўлиқ ва хавфсиз режимда амалга ошириш имконини берадиган даражада техник имкониятларга эга бўлиши лозим;
- турли бозорларда ликвидлиликни талаб қилинадиган даражада ўзгартириш учун зарур бўлган миқёсда операцияларни фаол тарзда амалга ошириш имкониятига эга бўлиши зарур;
- очик бозордаги операцияларда доимий тарзда иштирок этиши лозим;
- Марказий банкни бозорда юзага келган шароитлар ва тенденциялар тўғрисидаги фойдали маълумотлар билан доимий равишда таъминлаб туриши зарур.

Тараққий этган мамлакатлар 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. Ушбу фикримизнинг далили сифатида АҚШ ФЗТ томонидан амалга оширилаётган очик бозор операцияларини келтириш мумкин.

АҚШ ФЗТнинг очик бозор сиёсати «дисконт ойнаси» орқали кредитлаш операциялари ва мажбурий захира талабномалари билан мувофиқлаштирилган тарзда олиб борилади. Учала 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. 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 характерики, 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

⁸⁸ “The Bank of Englands Operations in the Sterling Money Markets” (L.: Bank of England, 2002) маълумотлари асосида муаллиф томонидан умумлаштирилди.

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 миқдорига бевосита таъсир қилиш йўли билан пуллар таклифига ва тижорат банкларининг кредит эмиссияси ҳажмига ҳам кучли таъсир кўрсатади.

АҚШ иккиламчи бозорида ҳукумат қимматли қоғозлари муомаласи ҳажмининг ниҳоятда катта эканлиги АҚШ ҳукумати ташқи ва ички қарзининг катта миқдорда эканлиги билан изоҳланади.

Давлатнинг қарзи миқдорининг катта эканлиги уни қимматли қоғозлар эмиссиясини оширишга мажбур қилади. Бунинг натижасида, бир томондан, ҳукуматнинг қарзини ноинфляцион йўл билан ёпиш имконияти юзага келади; иккинчи томондан, Марказий банкнинг очик бозор операциялари орқали муомаладаги пул массасини тартибга солиш имконияти ошади.

Шуниси характерики, Марказий банкнинг очик бозор сиёсати орқали тижорат банкларининг молиявий инқироз ҳолатидан чиқишларига имконият яратиш мумкин. Фикримизнинг исботини Япония Марказий банкининг мисолида яққол кўришимиз мумкин.

Япония Марказий банки раҳбарияти 2007 йилнинг октябр ойидан бошлаб 3,6 трлн. иен (30 млрд. АҚШ доллари) миқдоридаги қимматли қоғозлар шаклидаги активларини сотиш тўғрисида қарор қабул қилди. Бу қимматли қоғозларни Япония Марказий банки тижорат банкларидан 2002 йилдан 2004 йилгача бўлган даврий ораликда, мамлакат тижорат банкларини молиявий инқироздан сақлаб қолиш мақсадида, сотиб олган эди. Япония Марказий банки расмий ахборотида таъкидланишича, мазкур қимматли қоғозларни сотиш 10 йил мобайнида амалга оширилади ва 2017 йилнинг сентябр ойида ниҳоясига етади. Қимматли қоғозларни бу қадар узоқ давр мобайнида сотилишининг асосий сабаби фонд бозоридаги талаб ва таклифга жиддий таъсир кўрсатмаслик ҳисобланади⁸⁹.

2002-2004 йилларда Япония тижорат банкларида катта миқдорда акциялар тўпланиб қолди ва биржа инқирози шароитида ушбу акциялар бозор баҳосининг кескин пасайиш хавфи юзага келди. Бу эса, ўз навбатида, Япония тижорат банкларининг молиявий инқирозга учратиши муқаррар эди. Япония Марказий банки ана шу хавфга барҳам бериш мақсадида 2 трлн. иен сарфлаб акцияларни сотиб олди.

Хулоса қилиб айтганда, Марказий банкнинг очик бозор сиёсати мамлакат банк тизимининг ликвидлилигига таъсир этиш, муомаладаги пул массасини тартибга солишда муҳим роль ўйнайди.

Ўз навбатида, Марказий банкнинг очик бозор сиёсатини такомиллашмаганлиги унинг РЕПО операциялари орқали сўмнинг алмашув

⁸⁹ Японский Центробанк избавиться от своих антикризисных миллиардов. <http://lenta.ru/news/2007/07/31/>

курсига ва миллий банк тизимининг ликвидлиги сезиларли даражада таъсир этиш имконини бермайди. Бу эса, пировард натижада, мажбурий захира сиёсати каби маъмурий инструментлардан фойдаланиш заруриятини кучайтиради.

Марказий банк очик бозор операциялари объектлари сонини кўпайтириш, уларнинг инвестицион жозибдорлигини ошириш, очик бозор сиёсатини қайта молиялаш ва мажбурий захира сиёсати билан мувофиқлаштирилган тарзда амалга ошириш ушбу сиёсатнинг самарадорлигини оширишга хизмат қилади.

3.4-§. Валюта сиёсати

Марказий банкнинг валюта сиёсати унинг анъанавий пул-кредит инструментларидан бири ҳисобланади. Шу сабабли, валюта сиёсатининг пировард мақсади миллий валюта 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 интервенцияси самарадорлигини таъминлаш мақсадида интервенция фондидан сотилган хорижий валютадаги маблағларнинг миқдорини ва интервенция ҳисоббарқамининг қолдиғини сир тутадилар. Бунинг сабаби шундаки, валюта интервенцияси самарадорлиги деганда унинг воситасида миллий валютанинг хорижий валютага нисбатан алмашув курсининг фавқулодда ва кескин тебранишига барҳам бериш ҳисобланади. Агар ҳўжалик юритувчи субъектлар Марказий банк томонидан хорижий валютани сотиш ҳажмининг ўсиб бориши шароитида миллий валютанинг қадрсизланиши давом этаётганлигини сезиб қолсалар, бу ҳолат валюта бозорида психологик ваҳима ҳолатини юзага келтиради ва бунинг натижасида хорижий валютага бўлган талаб кескин ортиши мумкин. Бунга халқаро амалиётдан кўплаб мисоллар келтириш мумкин. Масалан, 1992 йилнинг сентябр ойида Ғарбий Европадаги валюта бозорларида юз берган инқироз натижасида Буюк Британия фунт стерлинги ва Италия лираси номинал алмашув курсининг кескин пасайиб кетиши натижасида улар Европа валюта тизимидан (ЕВТ) чиқиб кетди. Бунинг сабаби шундаки, Англия ва Италия Марказий банклари ўз миллий валюталари курсларининг фавқулодда тебранишига валюта интервенцияси орқали барҳам беришнинг

уддасидан чиқа олмадилар. Масалан, Англия Марказий банки валюта интервенцияси доирасида АҚШ долларини сотиш ҳажмини ошириши билан Лондон валюта бозори иштирокчилари томонидан АҚШ долларини сотиб олиш ҳажми ҳам ошиб борди. Бунинг оқибатида валюта интервенцияси самара бермади. Чунки бозорда психологик ваҳима кучли эди. Бу эса, бозорда АҚШ долларига нисбатан кучли талабни юзага келтирди.

Валюта интервенциясини амалга оширишнинг муҳим зарурий шартларидан бири Марказий банкнинг етарли даражада олтин-валюта захираларига эга бўлиши ҳисобланади. Бу ерда етарли даражада дейилганда Марказий банк 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. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг маълумотларига кўра, 2002-2006 йилларда ташқи савдо айланмасининг ижобий сальдоси йиллик ўртача 1,1 млрд. АҚШ доллари миқдорида бўлди, олтин-валюта захираларининг ҳажми 5,8 баробарга кўпайди ва унинг ҳақиқатдаги миқдори ХВФнинг давлатларни тўловга қобиллик даражасини белгиловчи меъёридан 5 барабар кўпдир⁹⁰.

2011 йилда Ўзбекистон Республикаси ташқи савдо айланмасининг ижобий сальдоси 4 млрд. 500 млн. АҚШ долларида ошди. Мамлакат ташқи қарзи эса, ЯИМнинг 17,5 фоизини ташкил этди⁹¹. Бу эса, мамлакатни етарли даражада валюта захираларини эга эканлигидан далolat беради.

Аммо, 2017 йилда мамлакатнинг ташқи савдо айланмаси ёмонлашди. Хусусан, 2018 йилнинг январь ойида ташқи савдо айланмасининг салбий сальдоси 433,9 млн. АҚШ долларини ташкил қилди⁹².

Валюта интервенциясини амалга оширишнинг иккинчи шarti бўлиб, Марказий банкнинг миллий валюта 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 режимига ўтишдан бошқа иложи қолмайди.

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

Маълумки, ривожланган саноат мамлакатларида, хусусан, АҚШ, ГФР, Францияда ҳукумат хорижий валюталарда захираларга эга эмас, чунки бу мамлакатларда давлатга тегишли барча олтин-валюта захиралари Марказий

⁹⁰ Ф. Муллажонов. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг мустақиллик йилларидаги тараққиёт йўли // Бозор, пул ва кредит. – Тошкент, 2007. - №8. – Б.6.

⁹¹ И. Каримов. 2012 йил Ватанимиз тараққиётини янги босқичга кўтарадиган йил бўлади. – Тошкент: Ўзбекистон, 2012. - Б.6-7.

⁹² Ташқи савдо. 2018 йил январь. www.stat.uz.

банкнинг балансига қонуний асосда ўтказилган. Бундай шароитда ҳукуматнинг ташқи қарзи Марказий банкнинг балансидаги олтин-валюта захиралари ҳисобидан тўланади. Тўлов амалга 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 тўлашга мажбур қилади. Бундай шароитда ҳукумат Марказий банк 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;
- очик валюта позицияларини қисқартириш.

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.

Валюта захираларининг таркибини олди-сотди операциялари орқали янгилаш валюта захираларининг диверсификация даражасини оширади ва валюта захираларининг рискка учраш хавфини пасайтиришга хизмат қилади.

Ўзбекистон Республикаси иқтисодиётини ривожлантиришнинг замонавий босқичида миллий валюта бозорида олди-сотди объекти вазифасини АҚШ доллари бажараётганлиги, хўжалик юритувчи субъектлар хорижий валютадаги захираларининг 80 фоиздан ортиқ қисмини АҚШ долларида шаклланганлиги, мамлакатимиз тижорат банклари томонидан чет эл валютасида берилган кредитларнинг асосий қисмини АҚШ долларида берилганлиги Ўзбекистон Республикаси Марказий банки хорижий

валюталардаги захираларининг диверсификация даражасини оширишга тўсқинлик қилмоқда.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки валютавий своп ва Голд своп операциялари орқали миллий валюта бозоридаги хорижий валюталар таклифига реал тарзда таъсир этиши мумкин. Чунки, биринчидан, Ўзбекистон олтин қазиб чиқарувчи ва сотувчи 10 етакчи давлатдан бири ҳисобланади, бу эса Марказий банк активларининг сезиларли қисмини олтинда шакллантириш имконини беради; иккинчидан, Марказий банк своп операцияларини амалга ошириш учун техник ва молиявий имкониятларга эга; учинчидан, ички валюта бозоридаги операцияларнинг 90 фоизидан ортиқ қисми республика валюта биржасида амалга оширилади, бу эса, Марказий банкка хорижий валюталарга бўлган талабнинг ўзгаришини доимий тарзда самарали мониторинг қилиш имконини беради.

Олтинни халқаро олтин бозорларида (асосан Лондон ва Цюрих бозорларида) қулай бозор баҳоларида сотиш малакали мутахассисларнинг мавжуд бўлишини тақозо этади, мабодо, республикамиз Марказий банкида бундай кадрларнинг, яъни олтин савдоси билан шуғулланувчи кадрларнинг етишмаслиги муаммоси мавжуд бўлса, у ҳолда Голд своп операцияларини халқаро ҳисоб-китоблар банки орқали амалга ошириш мумкин. Халқаро ҳисоб-китоблар банки марказий банкларга валюталар ва олтиндаги захираларни своп шарти бўйича жойлаштириш, депозит-ссуда операцияларини амалга оширишда амалий ёрдам кўрсатади.

Шунингдек, Марказий банк Ўзбекистон ҳукуматига, унинг хорижий инвестициялар ва халқаро кредитлар бўйича берган кафиликлари бўйича мажбуриятларини бажаришда, Голд своп операциялари орқали амалий ёрдам кўрсатиши мумкин. Яъни, Марказий банк ҳукуматнинг хорижий валютадаги тўловлари учун зарур бўлган миқдордаги тушумни олиш имконини берадиган миқдордаги олтинни спот шарти бўйича сотади. Хорижий валютада олинган тушумни эса Ҳукуматга беради. Ундан кейин эса, Марказий банк билан Ҳукумат ўртасида тузилган тўлов шартномасининг муддатидан келиб чиққан ҳолда, Марказий банк хорижий банк билан форвард валюта шартномасини тузади. Форвард шартномасининг муддати тугаши билан Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Ҳукуматдан олинган хорижий валютадаги тушум ҳисобидан олтинни форвард курси бўйича сотиб олади.

Шу ўринда валютавий своп операцияларини қўллаш шартига аниқлик киритишни мақсадга мувофиқ, деб ҳисоблаймиз. Чунки марказий банклар ички валюта бозорида ва халқаро молия бозорларида валютавий своп операцияларини амалга оширадilar. Ўзбекистон Марказий банки эса, фақат халқаро молия бозорларида своп операцияларини амалга ошира олади. Бунинг сабаби шундаки, мамлакатимизда ҳозирга қадар муддатли форвард шартномалари бозори шаклланмаган. Бу эса, мамлакатимизнинг ички валюта бозорида форвард операцияларини амалга ошириш имконини бермайди.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан тижорат банкларининг очик валюта позицияларига нисбатан 2005 йилнинг август ойидан бошлаб қуйидаги чекловлар ўрнатилди:

1. Тижорат банкининг битта валютадаги очик валюта позициясининг миқдори унинг регулятив капиталининг 10 фоизидан ошиб кетмаслиги лозим.

2. Тижорат банкининг барча валюталардаги якуний нетто валюта позициясининг миқдори унинг регулятив капиталининг 20 фоизидан ошиб кетмаслиги лозим⁹³.

Тижорат банкларининг очик валюта позицияларига нисбатан белгиланган мазкур чекловларнинг меъёрий даражасини турли давлатларда бир-биридан кескин фарқланмаслигининг сабаби шундаки, тижорат банкларининг очик валюта позицияларини тартибга солиш мақсадида ишлаб чиқилган методиканинг муаллифлари бўлиб халқаро Базель қўмитасининг экспертлари ҳисобланади. Республикамиз банк амалиётида қўлланилаётган чекловларнинг меъёрий даражаси билан Ғарбий Европа мамлакатларида қўлланилаётган чекловларнинг меъёрий даражаларида яқинлик мавжуд.

Миллий валюта курсининг истеъмол товарларининг баҳосига нисбатан юзага келиши мумкин бўлган салбий таъсирига барҳам бериш марказий банкларнинг валюта сиёсатида муҳим ўрин эгаллайди. Бунинг боиси шундаки, инфляция ва валюта курси ўртасида узвий алоқадорлик мавжуд. Одатда, миллий валюта курсининг пасайиши келгусида инфляциянинг ўсишига олиб келади. Инфляцион тазйиқ фоиз ставкаларининг ўсиши билан сусайиши мумкин, аммо фоиз ставкаларининг ошиши инвестицион ва истеъмолчи талабининг пасайишига олиб келиши мумкин. Агар миллий валютанинг қадрсизланиши хўжалик юритувчи субъектларнинг инвестиция портфелининг ўзгариши натижаси бўлса, у ҳолда, бундай қадрсизланиш юқори даражадаги инфляцияни юзага келтириши мумкин. Бундай шароитда фоиз ставкаларининг ўсишини таъминлаш инфляцияни жиловлашнинг оқилона йўли ҳисобланади. Агар миллий валютанинг қадрсизланиши ташқи савдо шартларининг ўзгариши оқибати бўлса, у ҳолда фоиз ставкалари пасайтирилиши лозим. Чунки бундай шароитда соф экспорт ва умумий талаб қисқаради.

Шуниси характерлики, миллий валютанинг қадрсизланиши умумий талабнинг қисқаришига олиб келган шароитда Марказий банк томонидан рестрикцион пул-кредит сиёсатининг қўлланилиши миллий иқтисодиётнинг ривожига салбий таъсир кўрсатади, ЯИМнинг ўсиш суръати секинлашади.

Ўзбекистон Республикаси иқтисодиёти ривожланишининг ҳозирги даврида фоиз ставкалари ва инфляция ўртасида бевосита алоқадорлик кузатилмоқда. Ушбу ҳолатни қуйидаги жадвал маълумотлари орқали яққол кўриш мумкин.

⁹³ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқарувининг 2005 йил 28 майдаги 610 – сонли “Очик валюта позицияларини юритиш қоидаларини тасдиқлаш тўғрисида”ги қарори. – Тошкент: ЎзР МБ, 2005.

Ўзбекистон Республикасида инфляциянинг йиллик даражаси ва тижорат банкларининг сўмда берилган кредитларининг ўртача йиллик фоиз ставкаси⁹⁴, фоизда

Кўрсаткичлар	Йиллар				
	2013	2014	2015	2016	2017
Инфляция даражаси	6,8	6,1	5,6	5,7	14,4
Кредитларнинг ўртача фоиз ставкаси	13,0	12,5	11,4	11,5	19,6

5-жадвал маълумотларидан кўринадикки, 2013-2016 йилларда республикада инфляция даражаси ва тижорат банкларининг сўмда берилган кредитларининг ўртача фоиз ставкаси ўртасида бевосита алоқадорлик мавжуд бўлган.

Аммо, 2003-2006 йилларда тижорат банклари кредитларининг ўртача тортилган фоиз ставкасининг пасайиши тенденцияси кузатилган эди. Бунинг натижасида тижорат банкларининг кредит эмиссияси ҳажми сезиларли даражада ошиши, инфляциянинг ўсиши кузатилиши лозим эди. Лекин бу ҳолатлар 2003-2006 йилларда кузатилмади. Масалан, 2003 йилда инфляциянинг йиллик даражаси 3,8 фоизни ташкил этган бўлса, 2004 йилда - 3,7 фоизни, 2005 йилда - 7,8 фоизни, 2006 йилда - 6,8 фоизни ташкил этди.

Фоиз ставкалари ва инфляция ўртасида бевосита алоқадорликнинг мавжудлиги кузатилмаган шароитда, миллий валютанинг номинал ва реал алмашув курсларининг импорт қилинаётган товарларнинг ва экспорт қилинаётган товарларнинг баҳосига таъсирини таҳлил қилиш ва юзага келиши мумкин бўлган салбий таъсирнинг олдини олиш Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг валюта сиёсатида муҳим ўрин тутди.

Марказий банкнинг валюта сиёсати, анъанавий монетар инструмент сифатида, монетар сиёсатнинг оралик ва пировард мақсадларига мос келиши лозим.

Марказий банкнинг валюта сиёсати доирасида ҳал этилиши лозим бўлган масалалардан бири хорижий валюталардаги расмий валюта захираларини диверсификация қилиш масаласи ҳисобланади. Бунинг боиси шундаки, валюта захираларини диверсификациялаш Марказий банкнинг балансидаги расмий валюта захираларини валюта risksдан ҳимоя қилишнинг ишончли ва кам чиқимли усули ҳисобланади.

Дунё миқёсида, халқаро захиралар ҳажмида АҚШ долларида шакллантирилган захираларнинг салмоғи юқориликча қолмоқда. Фикримизча, бунинг асосий сабаблари сифатида қуйидагиларни ажратиб кўрсатиш мумкин: биринчидан, АҚШ долларининг бошқа етакчи валюталарга нисбатан номинал алмашув курсининг тебраниш диапозони катта эмас; иккинчидан, АҚШ долларида эмиссия қилинган АҚШ ҳукуматининг ва Федерал фондларининг қимматли қоғозлари юқори

⁹⁴ www.cbu.uz сайти маълумотлари.

ликвидли ва ишончли инвестициялаш объектлари ҳисобланади; учинчидан, ҳозирга қадар дунёнинг кўплаб мамлакатларида, шу жумладан, МДҲ давлатларида валюта интервенцияси воситаси бўлиб АҚШ доллари ҳисобланади; тўртинчидан, кўплаб мамлакатлар ҳукуматлари ташқи қарзининг асосий қисми АҚШ долларида шаклланган. Масалан, Ўзбекистон Республикаси ҳукуматининг қафолати асосида мамлакат иқтисодиётига жалб этилган халқаро кредитларнинг валютавий таркибида АҚШ долларида жалб этилган кредитлар салмоғига кўра биринчи ўринни эгаллайди.

Шуниси характерики, дунёнинг кўплаб мамлакатларида хорижий валютадаги захираларнинг таркибини ташқи қарзнинг таркибига мос равишда шакллантириш тенденцияси кузатилмоқда. Чунончи, Бразилияда халқаро захиралар учта валютада – АҚШ доллари, евро ва Япония иенида шакллантирилган. Чунки мамлакатнинг ташқи қарзи мазкур уч валютадаги қарздан иборат. Жанубий Кореяда халқаро захираларнинг инвестицион таркиби ташқи қарзнинг валютавий таркибига ва жорий валюта операциялари бўйича тўловларни қайси валюталарда амалга оширилаётганлигига мос равишда шакллантирилмоқда. Чехияда эса расмий валюта захиралари АҚШ доллари ва еврода шакллантирилган. Уни шакллантиришда эътиборга олинadиган асосий омиллардан бири ташқи қарзнинг валютавий таркиби ҳисобланади⁹⁵.

Голд своп операциялари мамлакатда фавқулодда ҳолатлар юз берганда ташқи тўлов учун зарур бўлган хорижий валюталарни топиш имконини беради. Масалан, мамлакатга хорижий валютада маблағ фавқулодда зарур бўлиб қолса, у ҳолда, Марказий банк олтинни спот шарти бўйича сотади ва олинган хорижий валютадаги маблағни ҳукуматга беради. Кейин эса, ҳукумат билан берилган маблағни қайтариш муддатини келишиб олади ва ушбу муддатдан келиб чиққан ҳолда, хорижий банк билан олтинни сотиб олиш тўғрисида форвард шартномаси тузади.

3.5-§. Депозит сиёсати

Марказий банкнинг депозит сиёсати деганда Марказий банк томонидан Ҳукуматга, тижорат банкларига тегишли пул маблағларини депозит ҳисобрақамларига жалб этиш ва бошқариш тушунилади.

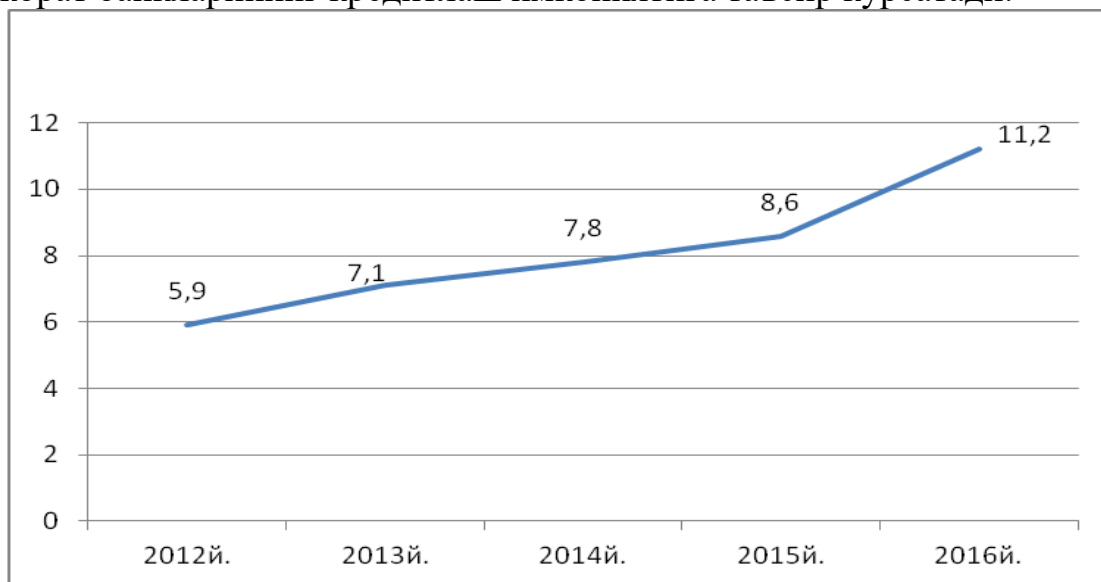
Марказий банк Ҳукуматга тегишли пул маблағларидан, масалан, Давлат бюджети маблағларидан муомаладаги пул массасини тартибга солишда фойдаланади. Давлат бюджети даромадларини келиб тушиш вақти билан бюджет харажатларини молиялаштириш вақти ўртасидаги фарқ туфайли маълум миқдордаги пул маблағларини тўпланиши юз беради. Марказий банк ана шу пул маблағларидан вақтинчалик фойдаланади. Германия Марказий банки, яъни Бундесбанк амалиётида ушбу пул

⁹⁵ Фаненко М. Международная ликвидность и диверсификация официальных резервных активов.// Мировая экономика и международные отношения. – Москва. 2007 - № 6. – С.56.

маблағлари муомаладаги пул массасини бошқаришнинг “нозик воситаси” деб аталади⁹⁶.

Одатда, ҳукуматга тегишли пул маблағлари Марказий банкнинг балансида сақланади. Шу сабабли, Марказий банк мазкур пул маблағларини бошқариш имкониятига эга бўлади. Марказий банкларнинг туман, шаҳар филиаллари бўлмаганлиги сабабли, Давлат бюджетининг касса ижросини амалга оширишда улар тижорат банкларининг хизматидан фойдаланишга мажбур бўлишади. Ўзбекистонда ҳам, Россия ва Германияда ҳам Марказий банкларнинг жойларда филиаллари мавжуд эмас. Шу сабабли, улар Давлат бюджетининг касса ижросини амалга оширишда тижорат банкларининг хизматидан фойдаланадилар.

Марказий банк тижорат банкларининг “Ностро” вакиллик ҳисобрақамларидаги ортиқча пул маблағларини ўзининг депозит ҳисобрақамларига жалб этиш йўли билан банк тизимининг ликвидлигига ва тижорат банкларининг кредитлаш имкониятига таъсир кўрсатади.



7-расм. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг депозит операциялари ҳамда облигациялари ва депозит сертификатларини сотиш орқали жалб этилган маблағлари ҳажми⁹⁷, трлн. сўм

7-расм маълумотларидан кўринадик, 2002-2016 йилларда Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг стерилизация операциялари ҳажми, яъни Марказий банкнинг депозит ҳисобрақамларига тижорат банкларининг “Ностро” вакиллик ҳисобрақамларидаги пул маблағларини жалб этиш ҳамда Марказий банкнинг облигациялари ва депозит сертификатларини тижорат банкларига сотиш йўли билан жалб қилинган маблағларнинг ҳажми ўсиш тенденциясига эга бўлган. Бу эса, Марказий банк томонидан пул массаси ўсишининг прогноз кўрсаткичларига эришишни таъминлаш ва банк

⁹⁶ Немецкий Федеральный банк: денежно-политические задачи. – Франкфурт-на-Майне, 1993. - №7.

⁹⁷ Пул-кредит сиёсати. www.cbu.uz.

тизимидаги ортиқча ликвидлиликни олиб қўйиш мақсадида амалга оширилган.

Мамлакат банк тизимидаги ортиқча ликвидлиликни ўз вақтида олиб қўймаслик пул массасининг юқори суръатларда ўсишига олиб келиши мумкин.

3.6. Монетар сиёсатнинг ноанъанавий инструментлари

Тижорат банкларининг кредитлаш ҳажмига нисбатан лимитлар белгилаш

Марказий банк томонидан тижорат банкларининг кредитлаш ҳажмига нисбатан лимитлар белгилаш муомаладаги пул массасини тартибга солиш, хусусан, пул массасининг олдиндан белгиланган мақсадли ўсиш кўрсаткичига эришишни таъминлаш мақсадида амалга оширилади.

XX асрнинг 70-йилларида бир қатор Европа мамлакатларида, шу жумладан, Францияда тижорат банкларининг кредитлаш ҳажмига нисбатан лимитлар белгилаш амалиёти мавжуд бўлган. Бунда лимит суммаси тижорат банкларининг капиталига нисбатан белгиланган. Лимит белгилашнинг ушбу усулига хос бўлган асосий камчилик шундан иборатки, бунда капитали миқдори катта бўлган тижорат банклари бошқа банкларга нисбатан катта миқдорда кредитлар бериш имкониятига эга бўлади. Бу эса, ўз навбатида, банклараро рақобатга салбий таъсир кўрсатади.

Ҳозирги даврда Хитой Марказий банки томонидан давлат банкларининг кредитлаш ҳажмига нисбатан лимитлар белгилаш амалиёти мавжуд. Бунинг сабаби шундаки, Хитой иқтисодиётининг “қизиб кетиш” хавфи мавжуд. Шу сабабли, Хитой Марказий банки тижорат банклари кредит қуйилмаларининг ўсиш суръатини пасайтириш сиёсатини амалга оширмоқда. Ушбу сиёсатни амалга ошириш учун, асосан, икки монетар инструментдан – тижорат банкларининг кредитлаш ҳажмига нисбатан лимитлар белгилаш ва мажбурий захира сиёсатидан фойдаланилмоқда.

Тижорат банкларининг кредитлаш ҳажмига нисбатан лимитлар белгилаш маъмурий мазмунга эга бўлган инструмент ҳисобланади. Шу сабабли, мазкур инструментдан фойдаланиш миллий ссуда капиталлари бозоридаги рақобат муҳитига салбий таъсир кўрсатади, аҳоли ва хўжалик юритувчи субъектларнинг тижорат банклари кредитларидан фойдаланиш даражасини пасайишига олиб келиши мумкин. Аммо пул массасининг мақсадли кўрсаткичларига эришишни таъминлашнинг иложи бўлмаса, Марказий банклар ушбу маъмурий усулдан фойдаланишга мажбур бўлишлари мумкин.

Муомаладаги пул массасининг асосий қисми тижорат банкларининг кредит эмиссияси натижасида пайдо бўлади. Шу сабабли, Халқаро Нобель мукофотининг лауреати, Чикаго университетининг профессори, марҳум М.Фридмен ўзининг илмий тадқиқотларида тижорат банклари кредит эмиссиясининг муомаладаги пул массасининг ўсишига бевосита таъсирини

асослаб берган ва тижорат банкларига нисбатан 100 фоизли мажбурий захира талабномаларини жорий қилишни таклиф қилган. Гарчи М.Фридменнинг 100 фоизли мажбурий захира талабномалари дунёдаги бирон-бир мамлакатнинг банк амалиётида қўлланилмаган бўлса-да, унинг банкларнинг кредит эмиссиясини тартибга солиш ва назорат қилишнинг зарурлиги хусусидаги таклифлари ўзининг амалий аҳамиятга эга эканлигини кўрсатди.

Монетар сиёсат инструментларидан фойдаланиш амалиёти такомиллашмаган мамлакатларда ҳам тижорат банкларининг кредитлаш ҳажмига нисбатан лимитлар белгилаш усулидан фойдаланадилар. Бунинг сабаби шундаки, мазкур мамлакатларда Марказий банклар монетар сиёсат инструментлари орқали пул массасининг ўсиш суръатлари барқарорлигини таъминлай олмайдилар. Масалан, очик бозор операциялари ривожланмаганлиги сабабли, очик бозор сиёсати орқали муомаладаги ортиқча пул массасини олиб қўйиш имконига эга бўлмайдилар. Ёки қайта молиялаш сиёсати орқали кредитларнинг фоиз ставкасига ва кредитлар таклифига таъсир эта олишмайди. Бундай шароитда Марказий банклар маъмурий мазмунга эга бўлган инструментлардан, хусусан, банкларнинг кредитлаш ҳажмига нисбатан лимитлар белгилаш, мажбурий захира сиёсатидан фойдаланишга зўр беришга мажбур бўлишади. Шунинг учун ҳам тараққий этган мамлакатларда ушбу инструментларнинг аҳамияти паст.

Тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкаларига нисбатан лимитлар белгилаш

Кўпчилик ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида Марказий банк томонидан тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкаларини юқори чегарасини белгилаш, яъни фоиз ставкаларини лимитлаш қўлланилади. Ўзбекистон Республикасида ҳам 1999 йилга қадар тижорат банклари кредитлари фоиз ставкаларининг юқори чегарасини белгилаб қўйиш амалиёти мавжуд эди. Бунда, тижорат банки томонидан бериладиган кредитнинг фоиз ставкасини юқори чегараси Ўзбекистон Республикаси Марказий банки қайта молиялаш ставкасининг 1,5 баробаридан ошиб кетмаслиги лозим эди. Айтайлик, Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасининг йиллик даражаси - 12%. Бунда тижорат банклари томонидан бериладиган кредитларнинг йиллик фоиз ставкаси 18 фоиздан юқори бўлмаслиги керак.

Агар тижорат банки Марказий банк томонидан белгиланган лимитдан юқори ставкада кредит берган бўлса, у ҳолда, лимитдан юқори ставка миқдоридаги фоизли даромад Давлат бюджетига олиниб, тижорат банкига яна шунча миқдорда жарима солинар эди.

Тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкаларига нисбатан лимитлар белгилаш тараққий этган мамлакатлар амалиётида қўлланилмайди. Масалан, Японияда ушбу инструментдан ҳозирга қадар умуман фойдаланилмаган.

Тижорат банклари кредитлари фоиз ставкаларининг юқори чегарасини белгилашдан кўзланган асосий мақсад бўлиб, аҳоли ва корхоналарнинг

тижорат банклари кредитларидан фойдаланиш даражасини ошириш ҳисобланади.

Тижорат банкларининг кредитлари хўжалик юритувчи субъектларнинг жорий ва инвестицион харажатларини молиялаштиришнинг муҳим манбаи ҳисобланади. Тижорат банкларининг қисқа муддатли кредитлари ҳисобидан хўжалик юритувчи субъектларнинг айланма маблағлари тўлдирилса, банкларнинг ўрта ва узоқ муддатли кредитлари ҳисобидан уларнинг инвестицион харажатлари молиялаштирилади. Натижада, тижорат банкларининг кредитлари ҳисобидан ишлаб чиқаришнинг узлуксизлиги таъминланади, уни модернизациялаш, техник ва технологик жиҳатдан янгилаш имкони юзага келади. Бундан ташқари, тижорат банкларининг кредитлари ҳисобидан аҳолининг уй-жойга бўлган талаби қондирилади, таълим олишига имконият яратилади. Бироқ, аҳоли ва хўжалик юритувчи субъектларнинг тижорат банклари кредитларидан фойдаланиш даражаси бевосита кредитларнинг фоиз ставкасига боғлиқ. Чунки, фоиз ставкаси тижорат банклари кредитларининг баҳоси ҳисобланади. Шу сабабли, кредитнинг фоиз ставкаси қанчалик юқори бўлса, ундан фойдаланиш даражаси шунчалик паст бўлади, кредитни қайтариш шунчалик қийин бўлади. Бундай шароитда Марказий банк тижорат банклари кредитлари фоиз ставкаларининг юқори чегарасини белгилашга мажбур бўлади.

Одатда, банклараро рақобат муҳити етарли даражада шаклланмаган, Марказий банкнинг монетар сиёсати такомиллашмаган мамлакатларда тижорат банклари кредитлари фоиз ставкаларининг юқори чегарасига нисбатан лимитлар белгиланади. Ҳукумат ва Марказий банк ана шу йўл билан тижорат банклари кредитларининг қимматлашиб кетишининг олдини олади.

Таъкидлаш жоизки, кредитларнинг фоиз ставкаларини юқори чегарасини лимитлаш тижорат банкларининг молиявий ҳолатига нисбатан кучли салбий таъсирни юзага келтириши мумкин. Яъни, Марказий банк монетар сиёсатнинг стратегик ва тактик мақсадларидан келиб чиққан ҳолда, қайта молиялаш ставкасини кескин пасайтириши мумкин. Бунинг натижасида тижорат банклари кредитлари фоиз ставкаларининг юқори чегараси ҳам кескин пасаяди. Натижада, банкнинг фоиз маржаси кескин қисқаради. Ҳатто, тижорат банки кредитларининг фоиз ставкаси муддатли депозитларнинг фоиз ставкасига тенг бўлиб қолиши мумкин.

Тижорат банклари депозитларининг фоиз ставкаларига нисбатан лимитлар белгилаш

Тижорат банклари депозитларининг фоиз ставкаларига нисбатан лимитлар белгилаш, яъни депозитларга тўланадиган фоизларнинг юқори чегарасини белгилаш депозитларнинг қимматлашиб кетишининг олдини олади. Ўз навбатида, депозитларнинг қимматлашиши кредитларнинг қимматлашишига олиб келади. Чунки, кредитларнинг баҳосини белгиловчи

асосий омил бўлиб, муддатли ва жамғарма депозитларининг фоиз ставкалари даражаси ҳисобланади.

Депозитларнинг фоиз ставкаларига нисбатан лимитлар белгилаш нафақат ривожланаётган мамлакатларда, ҳатто энг тараққий этган мамлакат ҳисобланмиш АҚШда ҳам қўлланилган.

АҚШ тажрибаси кўрсатадики, депозитларнинг фоиз ставкаларини юқори чегарасини белгилаш тижорат банкларининг фаолиятига, унинг молиявий барқарорлигига салбий таъсир кўрсатади. Чунки, тижорат банклари кредитларга бўлган талаб ва таклифдан келиб чиққан ҳолда, депозитларнинг фоиз ставкаларини ошириш имкониятига эга бўлмайди. Шу сабабли, АҚШ тижорат банклари депозитларнинг фоиз ставкаларини юқори чегарасига нисбатан ўрнатилган чекловни айланиб ўтиш мақсадида НАУ ҳисобрақамини ихтиро қилдилар. Яъни, бунда тижорат банки мижоз билан келишган ҳолда, мижознинг жорий ҳисобрақамидаги пул маблағини муддатли депозит ҳисобрақамига олмасдан туриб ишлатади. Лекин мижозга юқори фоиз тўлайди. Бу ерда Марказий банк тижорат банкига эътироз билдира олмайди. Чунки, Марказий банк томонидан ўрнатилган чеклов муддатли ва жамғарма депозитларига тегишли. Бунда тижорат банки трансакцион депозитга, яъни мижознинг талаб қилиб олинadиган депозит ҳисобрақамининг қолдигига фоиз тўлаяпти.

Депозитларнинг фоиз ставкаларига нисбатан лимитлар белгилаш инструментида хос бўлган камчиликлар ва муаммоларни ҳисобга олган АҚШ ФЗТ ушбу инструментдан фойдаланишни бекор қилди.

Депозитларнинг фоиз ставкалари уларни тижорат банкларига кенг кўламда жалб этишни таъминлайдиган асосий омил ҳисобланади. Шу сабабли, тижорат банклари муддатли ва жамғарма депозитларнинг фоиз ставкаларини ўзгартириш йўли билан депозитлар таклифига таъсир эта олади. Шу сабабли, депозитларнинг фоиз ставкаларига нисбатан лимитлар белгилаш тижорат банкларининг депозитлар таклифига таъсир этиш имкониятини кескин пасайтиради.

Таъкидлаш жоизки, тараққий этган мамлакатларда тижорат банклари талаб қилиб олинadиган депозитлардан тўғридан-тўғри, яъни ушбу маблағларни муддатли депозит ҳисобрақамларига олмасдан туриб фойдаланишга ҳақли эмас. Бунинг сабаби шундаки, банклар пул маблағларини фақат унинг эгасини розилиги билан ишлатишлари керак.

Республикамизда эса, тижорат банклари мижозларнинг талаб қилиб олинadиган депозит ҳисобрақамидаги пул маблағларидан, уларнинг розилигисиз фойдаланади. Фуқаролик кодекси бунга рухсат этади. Аммо талаб қилиб олинadиган депозитлар беқарор пасив бўлганлиги сабабли, улардан тижорат банкларининг актив операцияларини молиялаштиришда фойдаланиш банкларнинг ликвидлилигига нисбатан кучли салбий таъсир кўрсатади.

Депозитлар тижорат банклари ресурсларининг асосий қисмини ташкил этади. Тараққий этган мамлакатларда, тижорат банклари ресурсларининг умумий ҳажмида салмоғига кўра биринчи ўринни депозитлар, иккинчи ўринни қимматли қоғозларни сотишдан олинган пул маблағлари ва учинчи ўринни умумий капитал ташкил этади. Шу сабабли, банкларнинг депозит базасини мустаҳкамлаш, уларни жалб этиш жараёнига тўсқинлик қилмаслик банклар учун муҳим амалий аҳамият касб этади.

Селектив кредитлаш

Селектив кредитлашни танланма кредитлаш деб ҳам аташ мумкин.

Селектив кредитлаш Марказий банк томонидан иқтисодиётнинг маълум бир соҳаси ёки тармоғини билвосита молиявий қўллаб-қувватлаш мақсадида амалга оширилади. Бунда Марказий банк томонидан қўллаб-қувватланиши керак бўлган соҳа ёки тармоққа мансуб бўлган субъектлар томонидан чиқарилган тижорат векселлари нисбатан паст бўлган дисконт ставкаларида ҳисобга олинади. Айтайлик, Марказий банкнинг тратталарни қайта ҳисобга олиш ставкаси 10% бўлса, селектив кредитлаш қўлланилаётган соҳа субъектларининг тратталари 5% ставкада Марказий банкда қайта ҳисобга олинади. Бунинг натижасида ушбу соҳа ёки тармоқ субъектларининг тратталарига бўлган талаб ошади. Яъни, тижорат банклари мазкур тратталарни ўзларида ҳисобга олиш йўли билан Марказий банкдан нисбатан паст ставкаларда кредитлар олиш имконига эга бўлишади. Масалан, бошқа субъектларнинг тратталарини Марказий банкда қайта ҳисобга олиш йўли билан олинadиган марказлашган кредитларнинг баҳоси 10% бўлса, ушбу соҳа ёки тармоқ субъектларининг тратталарини Марказий банкда қайта ҳисобга олиш йўли билан олинadиган марказлашган кредитларнинг баҳоси 5 фоизни ташкил этади. Айтайлик, Марказий банк томонидан қишлоқ хўжалик корхоналарининг тратталари паст дисконт ставкасида қайта ҳисобга олинапти. Бунинг натижасида тижорат банклари биринчи навбатда қишлоқ хўжалик корхоналарининг тратталарини ўзида ҳисобга олишга, яъни дисконт ставкаси билан сотиб олишга ҳаракат қилади. Натижада, қишлоқ хўжалик корхоналарининг пул маблағларига бўлган эҳтиёжини қондирилиш даражаси ошади. Чунки, тижорат банки ўзининг дисконт ставкаси бўйича қишлоқ хўжалик корхоналарининг тратталарини сотиб олади. Мисол учун, қишлоқ хўжалик корхонаси тижорат банкига 1,0 млн. сўмлик траттани топширса ва бунда банкнинг дисконт ставкаси 3,0% бўлса, у ҳолда, банк корхонанинг жорий ҳисобрақамига 970 минг сўм тушириб беради (1000 000-30 000 сўм). Тижорат банки эса, мазкур тратталарни Марказий банкка қайта ҳисобга олдириб, ундан 5% ставкада марказлашган кредит олади. Бунда тижорат банки икки томонлама манфаат кўради: биринчидан, Марказий банкдан нисбатан паст ставкада кредит олади; иккинчидан, ўзининг дисконт ставкаси билан Марказий банкнинг дисконт ставкаси ўртасидаги фарқ сифатида (2,0%) даромад олади.

Корхоналар товарларини кредитга сотганида, яъни тўловини кечиктириш шарти билан сотганида тижорат вексели ёзилади. Агар корхонага пул зарур бўлса, у векселнинг муддати тугашини кутиб ўтирмайди ва векселни тижорат банкига сотади. Тижорат банки векселни ўзининг дисконт ставкаси билан сотиб олади. Ушбу сотиб олиш банк амалиётида векселни ҳисобга олиш деб аталади.

Тратта – бу узатма тижорат векселидир. Тижорат векселларининг икки тури мавжуд: оддий ва узатма тижорат векселлари.

Тижорат векселларини бошқа шахсларга узатиш мумкин. Шу жиҳатдан олганда, улар пулнинг тўлов воситаси функциясини бажаради.

Векселни учинчи шахсга узатиш ҳуқуқини берувчи ёзув индоссамент деб аталади. Векселни учинчи шахсга узатган субъект индоссант деб аталади. Векселни индоссамент орқали қабул қилиб олган субъект индоссат деб номланади.

Марказий банк селектив кредитлаш орқали иқтисодиётнинг маълум бир соҳаси ёки тармоғини билвосита молиявий қўллаб-қувватлайди. Ушбу соҳа ёки тармоқларни билвосита қўллаб-қувватлаш имконияти Марказий банкларда мавжуд эмас. Чунки, Марказий банклар иқтисодиёт соҳалари ва тармоқларига бевосита банк хизмати кўрсатмайди. Аммо Марказий банклар тижорат банкларининг ликвидлилиги ва тўловга қобиллигини таъминлаш орқали иқтисодиёт тармоқлари ва соҳаларини молиявий қўллаб-қувватлаш учун замин яратади. Шу сабабли, селектив кредитлаш иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарини ривожлантиришда муҳим ўрин тутади.

Ўз-ўзини назорат қилиш мақсадида берилган саволлар

1. Марказий банк тижорат банкларини қай тартибда кредитлайди?
2. Марказий банкнинг ҳисоб ставкаси нима ва унинг даражаси қандай белгиланади?
3. Марказий банкнинг ломбард кредитлари нима мақсадда берилади?
4. Марказий банкнинг овердрафт ва овернайт кредитлари нима мақсадда берилади?
5. Мажбурий захира талаблари биринчи марта қачон ва нима мақсадда жорий этилган?
6. Мажбурий захира сиёсати қандай функцияларни бажаради?
7. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг мажбурий захира сиёсати қандай хусусиятларга эга?
8. Марказий банкнинг очиқ бозор операциялари нима мақсадда амалга оширилади?
9. Тўғри ва тескари РЕПО деганда нимани тушунасиш?
10. Марказий банк қандай усуллар ёрдамидаги ўзининг балансидаги олтин-валюта захираларини бошқаради?
11. Ҳукуматнинг ташқи қарзи қандай тўланади?
12. Валюта интервенцияси нима мақсадда амалга оширилади?

13. Марказий банкнинг депозит сиёсати нима мақсадда ва қай тартибда амалга оширилади?

14. Тижорат банкларининг кредитлаш ҳажмига нисбатан лимитлар нима мақсадда ва қай тартибда ўрнатилади?

15. Тижорат банклари кредитлари фоиз ставкаларининг юқори чегарасини лимитлаштиришдан кўзланган мақсад нима?

16. Тижорат банкининг фоиз маржаси деганда нимани тушунаси?

17. Тижорат банклари депозитларининг фоиз ставкаларига нима мақсадда лимитлар ўрнатилади?

18. НАУ ҳисобрақами деганда нимани тушунаси?

19. Депозитларнинг қайси туридан ресурс сифатида фойдаланиб бўлмайди.

20. Селектив кредитлаш нима ва у қай мақсадда амалга оширилади?

IV-БОБ. ПУЛГА БЎЛГАН ТАЛАБ, ПУЛ ТАКЛИФИ ВА ПУЛ АГРЕГАТЛАРИ

4.1-§. Пулга бўлган талаб ва уни баҳолаш

Пулга бўлган талабни иқтисодий адабиётда илк марта илмий жиҳатдан асослаб берган иқтисодчи олим бўлиб, англиялик Ж.М.Кейнс ҳисобланади.

Ж.Кейнс ўзининг 1936 йилда чоп этилган машҳур “Бандлик, фоиз ва пулларнинг умумий назарияси” номли китобида пулга бўлган талаб назариясини ишлаб чиқди.

Ж.Кейнснинг пулга талаб назариясида пулга бўлган талабни уч омил белгилайди:

- трансакцион омил;
- эҳтиёткорлик омили;
- спекулятив омил.

Трансакцион омилнинг мазмуни шундаки, аҳоли ўзининг кундалик тўловларини амалга ошириш учун пул сақлайди. Кейнснинг фикрига кўра, пулда амалга ошириладиган тўловлар даражаси аҳолининг даромадига тўғри мутаносибдир. Яъни, аҳолининг даромадлари қанчалки ошса, ухарид қиладиган товарлар ҳажми ҳам шунча ошади.

Эҳтиёткорлик омилининг мазмуни шундаки, аҳоликўзда тутилмаган харажатлар учун маълум миқдордаги пулни ўзида сақлаб туради.

Кейнснинг фикрига кўра, кўзда тутилмаган харажатлар учун мўлжалланган пулнинг миқдори кутилаётган тўловлар даражасига боғлиқ. Кутилаётган тўловлар даражаси эса, даромадга боғлиқдир.

Спекулятив омилга кўра, одамлар бойлик орттириш мақсадида пулдан жамғариш воситаси сифатида фойдаланадилар. Бунда одамлар пул ва облигациянинг даромадлилик даражасини солиштирадилар. Агар фоиз ставкалари ошса, облигацияларнинг баҳоси пасаяди. Бу эса, облигация сотиб олишга сарфланган капитал қийматининг салбий ўсишига олиб келади. Фоиз ставкалари сезиларли даражада ошганди капитал қийматининг йўқолишии фоизли тўловлар миқдоридан ошади. Бундай ҳолатда аҳоли бойлигини пул шаклида сақлашни афзал кўради.

М. Фридмен миқдорийлик назариясини пулларга бўлган талаб назарияси эканлигини ўзининг илмий изланишларида эътироф этган⁹⁸. Шу жиҳатдан олганда, пулларга бўлган талаб концепцияси монетаризмнинг асосий қоидаларидан бири ҳисобланади. Бу концепциянинг моҳиятини англаш мақсадида уни кейнсча пулларга талаб концепцияси билан таққослаймиз.

М.Фридменнинг пулларга талаб назариясида пулларга бўлган номинал талаб номинал даромад ва номинал фоиз меъёрининг функциялари сифатида ифодаланади:

$$M_d = f(Y_n, i), \quad (1)$$

бунда:

⁹⁸ Фридмен М. Основы монетаризма. Пер. с англ. – М.: ТЕИС, 2002. – С.70 – 72.

Md — пулларга бўлган номинал талаб;

Yn — номинал даромад;

i — номинал фоиз меъёри.

Юзаки қараганда ушбу тенглама Ж.Кейнснинг пулларга бўлган талаб назариясини эслатади. Бунинг сабаби шундаки, Ж.М.Кейнснинг пулларга талаб концепциясида талаб фоиз меъёрининг динамикаси асосида аниқланади. Ж.Кейнс ва унинг издошлари фоиз ставкасини пулларга бўлган талаб ва таклифни тенглаштирувчи миқдор, деб ҳисоблайдилар.

Ж.М. Кейнснинг назарияларида пулларга ишлаб чиқаришнинг эндоген омили сифатида қаралади⁹⁹ ва пулларни ликвидли актив сифатида сақлашнинг субъектив асослари таҳлил қилинади. Таҳлил жараёнида асосий эътибор ишлаб чиқариш жараёнининг узлуксизлигини таъминлашда пул маблағларидан фойдаланишга қаратилди.

Ж. Кейнснинг пулларга талаб назариясида фоиз ставкаси муҳим ўрин эгаллаб, фоиз ставкаларига таъсир этиш йўли билан ишсизлик даражаси ва иқтисодий ўсишга бевосита таъсир қилиш мумкин, деб ҳисоблайди.

М. Фридмен, Ж. Кейнсдан фарқли равишда, пулларга бўлган талабнинг ўзгариши номинал даромад даражасининг ўзгариши оқибатидир, фоиз меъёри эса пулларга бўлган талаб даражасига сезиларсиз таъсир кўрсатади, деб ҳисоблайди. М.Фридмен фоиз меъёрининг эластиклигини жуда паст даражада баҳолади. У мазкур эластикликни дастлаб нолга тенг деб ҳисоблаган бўлса, кейинроқ уни 0,15 га тенг деб олди. Натижада, пулларга бўлган талаб ишлаб чиқаришни ривожлантириш омили сифатида эмас, балки ишлаб чиқариш натижаларига бўлган талабнинг элементларидан биттаси сифатида ҳисобга олиниши керак¹⁰⁰, деган хулоса шаклланди. Пулларга бўлган талаб, унинг фикрига кўра, пуллар ва бойликнинг турли шакллари бўлган акциялар, облигациялар, узоқ муддат фойдаланиладиган товарлар, интеллектуал капиталга қилинган инвестициялар ва бошқа турдаги активлар ўртасида муқобил танлов асосида шаклланади. Бундан эса, ўз навбатида, пулларга бўлган талаб истеъмолга бўлган талабнинг умумий шартларига мос равишда шаклланади, деган хулоса келиб чиқади. Демак, касса қолдиқларининг шаклланишини белгиловчи омил пулларнинг айланиш тезлиги ҳисобланади. Монетаризм оқими намоёндаларининг мазкур хулосасидан келиб чиқадиган бўлсак, у ҳолда, жисмоний шахс касса қолдиқлари миқдорини белгилашда бойликнинг турли шакллари ўртасида эркин, қарама-қарши танлов асосида имконият қадар юқори даромад олишга ҳаракат қилади. Пировард натижада, пулларга бўлган талабнинг математик тенгламаси пулларнинг айланиш тезлигига таъсир қилувчи омилларнинг ўзаро таъсирини тавсифловчи тенглама шаклига киради:

$$(M/P)d = f(rb, re, P, h, y), \quad (2)$$

бунда:

⁹⁹ Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. Пер. с англ. – М.: Гелиос АРВ, 1999. – С. 184.

¹⁰⁰ Friedman M. The Quantity Theory of Money. - Chicago, 1956. - P. 16.

M/P — реал касса қолдиқлари суммаси;
 gb — облигациялардан кутилаётган номинал даромад меъёри;
 ge — акциялардан кутилаётган даромад меъёри;
 P — баҳоларнинг кутилаётган ўзгариши;
 h — интеллектуал капиталга қилинадиган инвестициядан кутилаётган натижалар;
 y — реал даромад.

Келтирилган формуладан кўринадики, монетаристик пулларга талаб назариясида «кутиш»лардан иборат омиллар асосий ўрин тутди ва улар ишлаб чиқариш жараёнларидан ташқарида шаклланади. Натижада пулларга бўлган талаб ишлаб чиқаришнинг экзоген омили бўлиб қолаверади. Қиёсий таҳлил натижаларидан келиб чиққан ҳолда, (1) - формулани $Md=f(Y_n, i)$ кўринишдан $Md=f(Y_n)$ ҳолатига келтирсак ва уни Ж. Кейнснинг таҳлилидаги пулларга талаб формуласи билан солиштирсак, у ҳолда, кейнсча ва монетаристик пулларга талаб концепцияларининг услубий асосларидаги фарқ яққол намоён бўлади: Ж. Кейнс томонидан амалга оширилган таҳлилда пулларга бўлган талаб фоиз меъёрининг, монетаристик таҳлилда эса, номинал даромаднинг функцияси сифатида талқин этилади.

Мамлакат иқтисодиётини эркинлаштириш босқичида Ж.М.Кейнснинг “Арзон пуллар” концепциясидан фойдаланиш республикамизда монетизация коэффицентини ошириш, тижорат банклари кредит экспансияси ва аҳолининг тўлов қобилиятини рағбатлантириш имконини беради. Фикримизнинг далили сифатида АҚШ амалиётини мисол келтириш мумкин. 2001-2003 йилларда “Арзон пуллар” сиёсатининг қўлланилиши натижасида АҚШ дефляция муаммосидан кутулиб қолди. 2001 йилда АҚШда ЯИМнинг йиллик ўсиш суръати 0,3 фоизни ташкил қилган бўлса, 2002 йилда 2,4 фоизни, 2003 йилда 2,7 фоизни ташкил қилди. Шунинг алоҳида таъкидлаш жоизки, ФЗТ томонидан фоиз ставкаларини кескин пасайтириш сиёсатининг кутилган ижобий натижаларни беришида солиқлар суммасининг камайтирилиши ва АҚШ доллари унинг асосий савдо ҳамкорларининг валюталарига нисбатан курсининг пасайиши муҳим рол ўйнади. Чунончи, 2002 йилнинг май ойидан 2003 йилнинг май ойига қадар бўлган давр мобайнида АҚШ доллари еврога нисбатан 30 фоизга қадрсизланди. Бунинг устига, Федерал солиқлар суммаси мазкур давр мобайнида 350 млрд. долларга камайтирилди¹⁰¹.

АҚШда 2001 йилнинг январ ойидан декабр ойига қадар Федерал фондлар бўйича ставкалар 475 пунктга пасайтирилди, яъни амалдаги 6,5 фоиздан 1,75 фоизга туширилди. 2002 йилнинг ноябрида ва 2003 йилнинг июнида Федерал фондлар бўйича ставкалар янада пасайтирилди ва мос равишда 1,25 % ва 1,0 фоизни ташкил қилди¹⁰².

¹⁰¹ ECB monthly Bulletin, April 2006. - Euro Area Statistics. - P. 70.

¹⁰² OECD Economic Outlook. - Vol. №73, 2003/ I, June. - P. 38-39.

М. Фридмен ва бошқа монетаризм мактаби вакилларида фарқли ўлароқ, Ж.М. Кейнс, пулларнинг таклифи хусусидаги масалага атрофлича ва чуқур тўхталиб ўтирмади. Бунинг асосий сабаби шундаки, Ж.М. Кейнс Марказий банклар томонидан пул массасини тўла назорат қилиш имкониятининг мавжудлигига ишонди. Ҳақиқатдан ҳам Кейнс, марказий банклар банк захираларини назорат қилиши йўли билан банк депозитларини юзага келиш жараёнини ҳам назорат қила олади, деган хулосага келди. Мазкур хулоса ривожланган саноат мамлакатлари амалиётида ўзининг амалий тасдиғини топди.

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 коэффицентининг 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.

4.2-§. Пул таклифи ва уни тартибга солиш

М. Фридмен мактабининг пуллар таклифи хусусидаги қарашлари таҳлилидан иқтисодиётнинг барқарор ривожланиши пул массасининг мўътадил ва мунтазам ўсишини талаб қилади, деган хулоса келиб чиқади¹⁰³. Мазкур хулоса пул массасининг ўсиш суръати доимий бўлиши лозим ва унинг ўзгариши иқтисодий конъюнктуранинг тебранишларига умуман боғлиқ эмас¹⁰⁴, деган монетаризмнинг назарий қонундаси шаклланишига сабаб бўлди. Ушбу қоида М.Фридменнинг «пулларга бўлган талабнинг барқарор функцияси» концепциясига асосланади¹⁰⁵. Ушбу концепциянинг моҳияти шундаки, пулларга бўлган талаб касса қолдиқлари ва номинал даромаднинг ўсишига мос равишда камаймайди, аксинча ўзгармасдан қолади. Чунки, пуллар таклифидаги ҳар бир ўзгариш нафақат инвестициялар даражасига, балки шахсий истеъмолнинг ҳажмига ҳам таъсир қилади. Шахсий истеъмолнинг ҳажми эса, ўз навбатида, номинал даромадларнинг динамикасига мутаносиб равишда ўзгариб боради. Натижада пулларга бўлган талаб ҳар бир алоҳида олинган давр мобайнида барқарор миқдор сифатида сақланиб қолади, пуллар таклифи эса доимий равишда тебраниб туради.

¹⁰³ Фридмен М. Если бы деньги заговорили... Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С. 100-101.

¹⁰⁴ Фридмен М. Если бы деньги заговорили... Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С. 117.

¹⁰⁵ Friedman M. A theory of consumption function, NBER, Princeton, 1957. – P. 238.

Умуман, монетаризм мактаби вакиллари Марказий банк пуллар таклифини тартибга солиш учун реал имкониятларга эга¹⁰⁶, деган хулосани ҳимоя қиладилар. Уларнинг фикрича, инфляция соф пул феномени бўлиб, кўп омилли жараён эмас. Монетарчилар инфляциянинг юзага келиш сабаби сифатида пул массасининг ишлаб чиқариш ҳажмига нисбатан юқори суръатларда ўсишини кўрсатадилар. Инфляциянинг моҳияти хусусидаги қарашларидан келиб чиққан ҳолда, улар, пул массасини тартибга солиш йўли билан инфляцияни жиловлаш мумкин, деб ҳисоблайдилар ва бу вазифани фақатгина Марказий банк бажара олади¹⁰⁷, деган фикр илгари сурилади.

Монетаризм мактаби вакиллари Марказий банк томонидан эмиссия қилинадиган банкноталарни муомаладаги пул массасини тартибга солишнинг муҳим воситаси, деб ҳисоблайдилар¹⁰⁸. Уларнинг фикрича, тижорат банклари ва улар мижозларининг пул муносабатлари нисбатан барқарордир, пул массаси эса Марказий банк пулларига мутаносиб равишда ўзгариб туради. Марказий банк пулларининг ўзгариши эса, Марказий банкнинг очиқ бозор сиёсати орқали тартибга солинади.

Фикримизча, М.Фридменнинг муомаладаги пул массасини жиловлашга қаратилган рестрикцион пул-кредит сиёсатини амалга ошириш хусусидаги таклифини Ўзбекистон Республикасида иқтисодиётни модернизациялаш шароитида қўллашни мақсадга мувофиқ эмас. Мазкур хулосамиз қуйидаги далилларга таянади:

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

2018 йилнинг 1 январ ҳолатига, республикамизда монетизация коэффициентининг амалдаги даражаси 29,4 фоизни ташкил этди¹⁰⁹. Бу эса, 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 коэффициенти даражасининг янада пасайишига, хўжалик субъектлари ўртасидаги дебитор-кредитор қарздорлик муаммосининг чуқурлашишига олиб келади.

2. 2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясининг қабул қилиниши тижорат банклари кредитларига бўлган талабнинг сезиларли даражада ошишига олиб келди.

Ҳаракатлар стратегиясига мувофиқ қабул қилинган 2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши

¹⁰⁶ Фридмен М. Если бы деньги заговорили... Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С. 132-134.

^{107 107} Фридмен М. Если бы деньги заговорили... Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – С. 113-114.

¹⁰⁸ Фридмен М. Основы монетаризма. – М.: ТЕИС, 2002 – С. 72-73.

¹⁰⁹ www.cbu.uz ва www.stat.uz сайтлари маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

бўйича Ҳаракатлар стратегиясини “Фаол тадбиркорлик, инновацион ғоялар ва технологияларни қўллаб-қувватлаш йили”да амалга оширишга оид давлат дастурида илғор ғоя, ноу-хауларни яратиш ва “ақлли” технологияларни ишлаб чиқаришга ихтисослашган иқтисодиётнинг янги моделига босқичма-босқич ўтиш вазифаси қўйилган. Бу эса, ўз навбатида, тижорат банклари кредитларига бўлган талабнинг сезиларли даражада ошишига олиб келади.

М.Фридменнинг юқорида қайд этилган таклифининг қабул қилиниши тижорат банклари кредит эмиссияси миқдори ўсиш суръатларининг секинлашишига, кредитлар фоиз ставкаларининг ошишига, дебитор-кредитор қарздорлик миқдорининг кўпайишига олиб келади.

М.Фридмен мажбурий захира ставкаларини депозитларнинг муддати ва турига боғлиқ равишда табақалаштиришга қарши бўлиб, депозитларнинг ўсган қисмига нисбатан 100 фоизли мажбурий захира талабномаси жорий этиш тарафдори эди¹¹⁰.

Мажбурий захира ставкаларини депозитларнинг муддати ва суммасига боғлиқ равишда табақалаштирилмаслиги, пировард натижада, тижорат банклари депозит базасининг мустақамлигига нисбатан салбий таъсирни юзага келтиради. Бу эса, ўз навбатида, тижорат банклари кредит эмиссияси ҳажмини сезиларли даражада ошириш имконини бермайди. Натижада иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарининг банк кредитларига бўлган талабини қондириш, тижорат банклари кредит эмиссиясининг ҳажмини ошириш йўли билан монетизация коэффицентининг даражасини ошириш, ипотекали ва истеъмолли кредитлаш амалиётларини такомиллаштириш йўли билан аҳолининг тўлов қобилиятини рағбатлантириш вазифаларини ҳал қилиш имконини бермайди.

Ж.Кейнснинг пул массасининг иқтисодий тизимнинг ҳолатига таъсирини тавсифловчи пул-кредит сиёсатининг узатиш механизми тўғрисидаги назарияси, унинг пуллар таклифи хусусидаги қарашларига сезиларли даражада ойдинлик киритди. Мазкур назарияга кўра, Ж.Кейнс, фоиз ставкаларининг режали инвестицияларга таъсирини пул-кредит сиёсати узатиш механизмининг асосий бўғини, деб ҳисоблади. Бунда пуллар таклифининг ўсиши натижасида фоиз ставкасининг пасайиши инвестицияларнинг муқобил қийматини пасайтиради, деган хулосага келинди. Айни вақтда, фоиз меъёрининг пасайиб бориши билан фирма ва компаниялар ўзларининг режали инвестициялари ҳажмини оширадилар. Бу харажатлар режали харажатларнинг умумий суммаси билан кўшилиб, товар захираларининг кўзда тутилмаган миқдорда сарфланишига олиб келади. Фирма ва компаниялар эса, бундай шароитда маҳсулот ишлаб чиқаришни кўпайтирадилар. Бу эса, ўз навбатида, миллий даромаднинг кўпайишига олиб келади. Юқорида шакллантирилган хулосалар Ж.Кейнс томонидан таклиф қилинган узатиш механизмининг уч босқичдан иборат эканлигини кўрсатади:

– биринчи босқич: пуллар таклифи – фоиз меъёри;

¹¹⁰ Фридмен М. Основы монетаризма. Пер.с англ. - Москва: ТЕИС, 2002. - С. 41-43.

– иккинчи босқич: пуллар таклифи – фоиз меъёри – инвестициялар;
– учинчи босқич: пуллар таклифи – фоиз меъёри – инвестициялар – миллий даромад.

Ж.Кейнснинг мазкур узатиш механизми таъсир босқичлари хусусидаги қарашларидан келиб чиқадиган хулоса шуки, экспансионистик пул-кредит сиёсати фоиз ставкаси даражасининг пасайишига ва миллий даромад ўсиш суръатларининг юқори даражада бўлишига олиб келади. Шу сабабли, Марказий банк томонидан муомаладаги пул массасини жиловлашга қаратилган сиёсатнинг амалга оширилиши узатиш механизмини тескари йўналиш бўйича ишлай бошлашига олиб келади. Яъни, тижорат банклари ўз захираларининг камайишига жавобан фоиз ставкаларини оширадilar. Бунинг натижасида, фирма ва компаниялар ўзларининг режали инвестициялари ҳажмини қисқартиришга мажбур бўладilar. Режали инвестицияларнинг қисқариши эса, ўз навбатида, миллий даромад миқдорининг камайишига олиб келади. Демак, кейнсча узатиш механизмига кўра, муомаладаги пул массасини қисқартиришга қаратилган пул-кредит сиёсати, пировард натижада, фоиз меъёрининг ўсишига ва миллий даромад даражасининг пасайишига олиб келади.

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.

4.3-§. Пул агрегатлари ва уларнинг таркиби

Пул агрегатлари - бу пул массасини миқдорий жиҳатдан ўлчашда қўлланадиган кўрсаткичлардир.

Пул агрегатларини қўллашда ҳар бир мамлакат пул бозори инструментларининг ва пул айланмасининг ўзига хос хусусиятлари ҳисобга олинади. Чунончи, АҚШда тўртта, Буюк Британияда бешта, Швейцарияда учта пул агрегати қўлланилади¹¹¹.

Марказий банк томонидан назорат объекти сифатида пул агрегатини танлашда унинг таркибидаги ўзгаришларни ҳисобга олиш муҳим аҳамият касб этади. Масалан, иқтисодчи олимларнинг фикрига кўра, АҚШ ФЗТ томонидан XX асрнинг 90-йилларида монетар сиёсатнинг индикатори сифатида М1 пул агрегатидан фойдаланилганлиги муомаладаги нақд пул миқдорининг кўпайганлиги билан изоҳланади: “АҚШда нақд пулларнинг пул сифатида ва М1 пул агрегатининг компоненти сифатидаги аҳамияти ошди. Масалан, 1973 йилда АҚШда одам бошига 325 доллар миқдорида нақд пул тўғри келган бўлса, 1993 йилга келиб бу кўрсаткич 1050 долларга етди. Нақд

¹¹¹ Деньги, кредит, банки. Учебник. Под ред. Проф. О.И. Лаврушина. 8-ое изд. – М.: КНОРУС, 2009. - С. 112

пулларнинг M1 пул агрегатидаги салмоғи 1960 йилнинг охиридаги 20,5 фоиздан 1992 йилнинг сўнгида 30 фоиздан юқори даражага етди”¹¹².

1-жадвал

АҚШда пул агрегатларининг таркиби¹¹³

Пул агрегатининг номи	Пул агрегатининг таркиби
M1	нақд пуллар + йўл чеклари + талаб қилиб олинадиган депозитлар + бошқа чекли депозитлар
M2	M1 + кичик суммадаги муддатли депозитлар + қисқа муддатли РЕПО битимлари + жамғарма депозитлар + пул бозорининг депозит ҳисобрақамлари + ўзаро фондларнинг акциялари + евродоллардаги депозитлар
M3	M2 + йирик суммадаги муддатли депозитлар + ўзаро фондларнинг молия бозорларида муомалада бўлган пул маблағлари + РЕПО шарти билан қимматли қоғозларни сотиб олиш бўйича йирик битимлар + евродоллардаги муддатли депозитлар
L	M3 + қисқа муддатли ғазна қимматли қоғозлари + корпоратив қимматли қоғозлар + жамғарма облигациялари + банк акцептлари

АҚШнинг Колумбия университетининг профессори Ф.Мишкиннинг фикрига кўра, пул массасини баҳолашда пул массасининг қисқа муддатли тебранишлари муҳим эмас, балки унинг узоқ муддатли тебранишларини таҳлил қилиш лозим.

Ф.Мишкин ўзининг ушбу хулосасини аниқ маълумотлар таҳлили асосида асослаб берган.

2-жадвал

M2 нинг ўсиши: 2002 йилнинг ойлари бўйича тезкор ва аниқлаштирилган маълумотлар (фоизда, йиллик ўлчамда)¹¹⁴

Давр	Тезкор маълумотлар	Аниқлаштирилган маълумотлар	Фарқланиши
Январь	2,2	5,4	3,2
Февраль	6,8	8,7	1,9
Март	- 1,4	0,2	1,6
Апрель	- 4,0	- 2,6	1,4
Май	14,8	15,4	0,6
Июнь	7,6	7,1	- 0,5
Июль	13,6	11,0	- 2,6

¹¹² Миллер Л.Р., Ван-Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело. Пер. с англ. – М.: Инфра- М, 2000.- С.50.

¹¹³ Monetary aggregates background. www.federalreserve.gov.

¹¹⁴ Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. 7-е изд. Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2013. – С. 96.

Август	9,9	8,6	- 1,3
Сентябрь	5,1	5,7	0,6
Октябрь	10,9	8,3	- 2,6
Ноябрь	10,2	8,0	- 2,2
Декабрь	2,8	2,8	0,0
Ўртача йиллик ўсиш	6,5	6,5	0,0

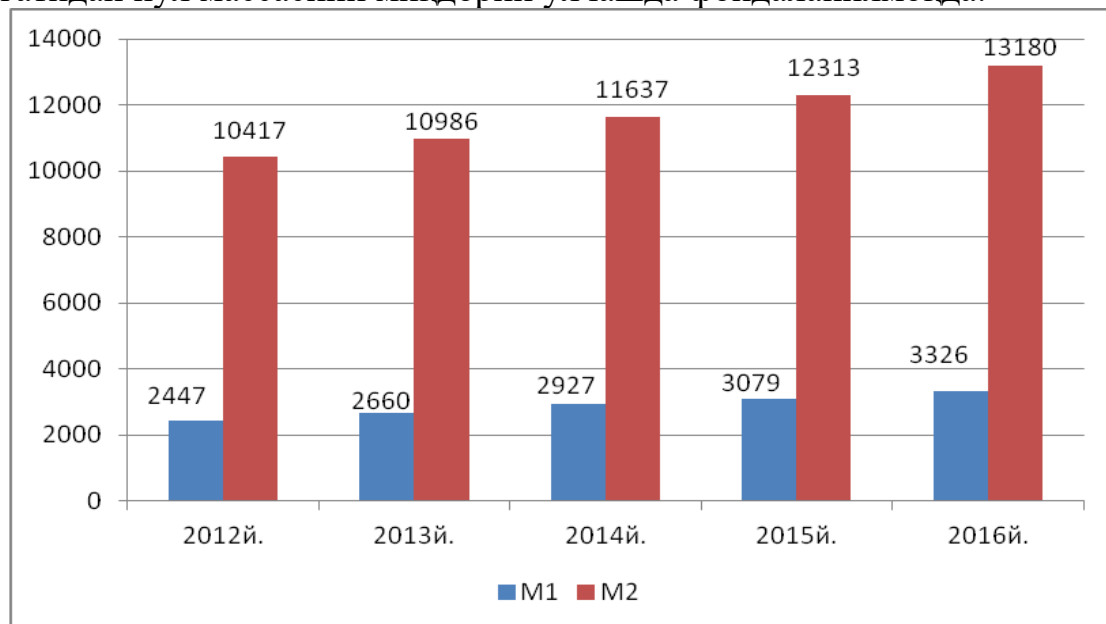
2-жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, пул массасининг ўсиш суръатлари бўйича ойлар кесимида сезиларли фарқланишлар кузатилган бўлсада, йиллик ўлчамда фарқланиш кузатилмаган.

3-жадвал

Россияда пул агрегатларининг таркиби¹¹⁵

Пул агрегатининг номи	Пул агрегатининг таркиби
M0	нақд пуллар (кредит ташкилотлари кассаларидаги нақд пуллардан ташқари)
M1	нақд пуллар + талаб қилиб олинadиган депозитлар
M2	M1 + муддатли депозитлар + жамғарма депозитлар
M3	M2 + депозит сертификатлари + жамғарма сертификатлари + Ҳукумат облигациялари

3-жадвал маълумотларидан кўринадики, Россияда тўртта пул агрегатидан пул массасини миқдорий ўлчашда фойдаланилмоқда.



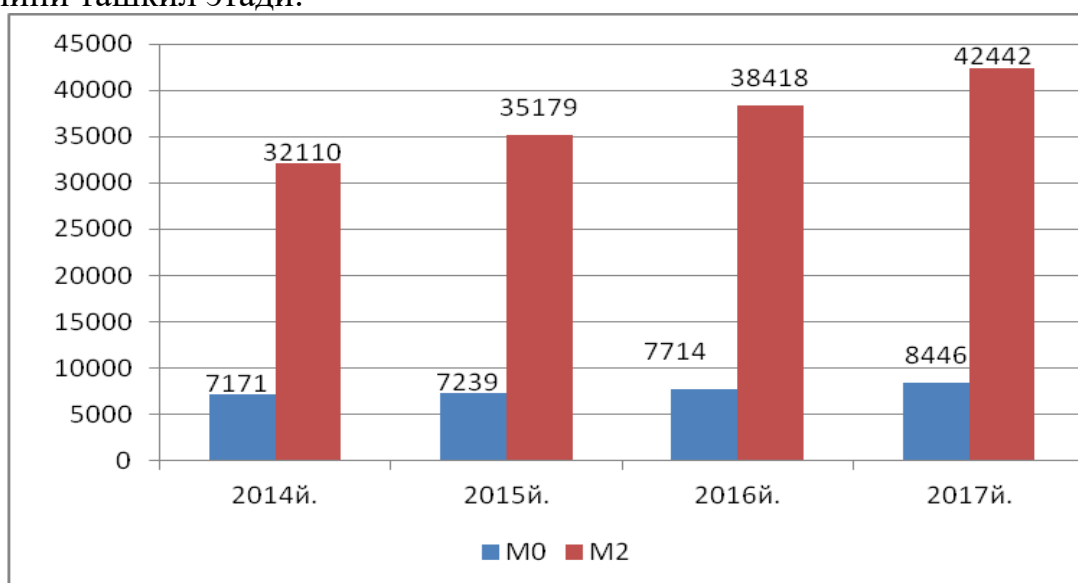
1-расм. АҚШда M1 ва M2 пул агрегатлари миқдори¹¹⁶, млрд. АҚШ доллари

¹¹⁵ Денежные агрегаты. www.cbr.ru.

¹¹⁶ International Financial Statistics Yearbook, 2017. (P.832). www.imf.org.

1-расм маълумотларидан кўринадик, АҚШда, 2012-2016 йилларда М1 ва М2 пул агрегатлари миқдорларининг ўсиш тенденцияси кузатилган. Бу эса, 2008 йилда юз берган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозидан кейин жисмоний ва юридик шахсларнинг тижорат банкларидаги депозитлари миқдорларини ошиб бораётганлиги билан изоҳланади.

Таҳлил қилинган давр мобайнида М1 пул агрегатининг М2 пул агрегати таркибидаги салмоғининг кичик бўлганлиги АҚШ тижорат банкларининг депозит базасининг барқарорлигидан далолат беради. Чунки, АҚШда муддатли ва жамғарма депозитлари жами депозитларнинг 6 фоиздан ортиқ қисмини ташкил этади.



2-расм. Россияда М0 ва М2 пул агрегатлари миқдори¹¹⁷, млрд. рубль

2-расм маълумотларидан кўринадик, Россияда 2014-2017 йилларда М2 пул агрегати миқдорининг ўсиш тенденцияси кузатилган. Аммо, ўсиш суръати юқори бўлмаган. Бу эса, пуллар таклифини тартибга солиш нуқтаи-назаридан ижобий ҳолат ҳисобланади.

2-расм маълумотларидан кўринадик, Россияда 2014-2017 йилларда нақд пуллар миқдорининг ўсиш тенденцияси кузатилган. Бунинг устига, нақд пулларнинг М2 пул агрегатидаги таркибидаги салмоғи таҳлил қилинган давр мобайнида юқорилигича қолган.

4-жадвал

Ўзбекистон Республикасида М0 ва М2 пул агрегатлари¹¹⁸

Пул агрегатлари	2015 й.	2016 й.	2017 й.	2018й.
М0, млрд. сўм	10655	13209	19449	22164
М2, млрд. сўм	42291	52226	73223	83734
М0 нинг М2 таркибидаги салмоғи, %	25,2	25,3	26,6	26,5

¹¹⁷ Годовой отчет Центрального банка России по итогам 2015, 2016 годов. www.cbr.ru.

¹¹⁸ Пул агрегатлари. Статистика. www.cbu.uz.

4-жадвал маълумотларидан кўринадикки, 2015-2018 йилларда Ўзбекистонда M0 ва M2 пул агрегатлари миқдорининг ўсиш тенденцияси кузатилган. Айниқса, 2017 йилда M0 ва M2 пул агрегатлари миқдорининг 2016 йилга нисбатан ўсиш сураъти юқори бўлган. Бу эса, 2017 йил 5 сентябрда, валюта сиёсатини либераллаштириш муносабати билан, миллий валютанинг АҚШ доллариға нисбатан кескин қадрсизланиши натижасида хорижий валютадаги депозитларнинг сўмдаги қийматини ошиб кетганлиги билан изоҳланади. 2017 йилнинг 1 январь ҳолатиға кўра, хорижий валютадаги депозитларнинг сўмдаги қиймати 8758 млрд. сўмни ташкил этган бўлса, ушбу қиймат 2018 йилнинг 1 январь ҳолатиға келиб, 25699 млрд. сўмни ташкил этди.

4-жадвал маълумотларидан кўринадикки, таҳлил қилинган давр мобайнида нақд пулларнинг M2 пул агрегати таркибидаги салмоғи нисбатан юқори бўлган. Бу эса, нақд пулсиз ҳисоб-китобларни такомиллаштиришда муаммоларнинг мавжудлиғидан далолат беради.

Ўз-ўзини назорат қилиш мақсадида берилган саволлар

1. Пулға бўлган талабни қаси омиллар белгилайди?
2. Пулға бўлган талаб қандай аниқланади?
3. Пул таклифи нима?
4. Пуллар таклифиға қайси омил таъсир қилади?
5. Пул агрегатлари нима?
6. Пул агрегатларининг таркиби хусусида нималарни биласиз?

V-БОБ. ИНФЛЯЦИЯГА ҚАРШИ СИЁСАТ ВА ИНФЛЯЦИОН ТАРГЕТЛАШНИНГ АҲАМИЯТИ

5.1-§. Инфляциянинг моҳияти ва оқибатлари

Инфляция - бу товарлар ва хизматлар баҳоларининг ўсиши натижасида муомаладаги пул массасининг кўпайиши ва шунинг натижасида пулнинг қадрсизланишидир.

П.Грауд ва М.Полан томонидан амалга оширилган ва инфляцияга бағишланган жиддий илмий тадқиқотлардан бири бўлиб, ушбу илмий иш 165 мамлакатни ва 1969-1999 йилларни қамраб олади¹¹⁹.

Мазкур тадқиқот муаллифлари инфляциянинг миқдорийлик назарияси қоидаларидан бири бўлган - пулларнинг ўсиш суръати ва инфляция даражаси ўртасида тўғри мутаносиблик мавжуд, деган қоида тўғри ва статистик маълумотларда тасдиқланади, деган хулосага келдилар.

Тадқиқот муаллифлари инфляция даражаси паст бўлган мамлакатларда пуллар таклифининг ўсиш суръати ва инфляция ўртасида тўғридан-тўғри боғлиқликнинг мавжуд эмаслигини аниқлашди, яъни корреляция коэффициентининг нолга яқинлиги маълум бўлди. Бунинг сабаби сифатида эътироф этилдики, ривожланган молия бозорларига эга бўлган ва ҳукуматга ишонч даражаси юқори бўлган мамлакатларда паст инфляция шароитида пулнинг айланиш тезлигининг ўзгариши экзоген омиллар таъсирида юз беради. Демак, пуллар таклифи экзоген омиллар туфайли юзага келган пулларга бўлган талабнинг ўзгаришига мослашади.

Тадқиқот муаллифларининг фикрига кўра, Марказий банк мустақиллик даражасининг юқори эканлиги ва пул агрегатларини мониторинг қилиш тизимининг ривожланганлиги пуллар таклифи ҳажмини назорат қилиш имконини беради. Шунинг учун пуллар таклифининг ўсиши пулларга бўлган талабнинг ўсишига нисбатан ўзига хос реакция ҳисобланади ва баҳоларнинг ўсишига олиб келмайди.

Инфляция суръатларининг ўсиши билан унинг пуллар таклифига боғлиқлиги яққолроқ тарзда кўзга ташланиб боради. Инфляциянинг оқилона даражасига эга бўлган мамлакатларда корреляция коэффициенти 0,24 га тенг бўлган бўлса, инфляция даражаси юқори бўлган мамлакатларда ушбу коэффициент 1 га яқинлашди.

П. Грауд ва М. Поланлар томонидан инфляция даражасини уч қисмга ажратган ҳолда – паст, оқилона ва юқори даражаларга ажратган ҳолда, пуллар таклифи ва инфляция суръатлари ўртасидаги боғлиқликни, корреляцион таҳлил натижаларига таянилган ҳолда, асослаб берилганлиги инфляция ва миллий валютанинг номинал алмашув курси ўртасидаги боғлиқлик масаласига ойдинлик киритади.

XX асрнинг 70-йилларига қадар Филлипс кашф этган инфляция ва ишсизлик ўртасидаги алоқадорлик хусусидаги илмий хулоса амалий аҳамият

¹¹⁹ Graude P., Polan M. Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon? Discussion Paper. №2841 CEPR. 2001. June. – P. 26-29.

касб этди. Аммо 1970 йилга келиб “Филлипс эгри чизиги” деб аталувчи мазкур хулоса амалий аҳамият касб этмай қолди.

Инфляциянинг юқори суръатларда ўсиши, одатда, Давлат бюджети дефицитини молиялаштириш билан боғлиқ. Бюджет сиёсати ва инфляция ўртасидаги боғлиқлик масаласи Л. Катао ва М. Терронзанинг илмий ишида чуқур тадқиқ қилинган¹²⁰.

Мазкур тадқиқотнинг жиддийлиги шундаки, Л. Катао ва М. Терронза 107 мамлакат бўйича 1960 йилдан 2001 йилгача бўлган даврда инфляция ва бюджет дефицити ўртасидаги боғлиқлик масаласини тадқиқ қилганлар ва бу борада мавжуд бўлган тенденцияларни баҳолаш имконини берадиган муҳим хулосаларни шакллантирганлар. Ана шундай хулосалардан бири, инфляция даражаси юқори бўлган мамлакатларда Давлат бюджети дефицитининг қисқариш суръати билан инфляция даражаси ўртасида бевосита боғлиқлик мавжуд, деган хулоса ҳисобланади. Ушбу хулоса аниқ ҳисоб-китобларга асосланган: инфляциянинг ўртача йиллик даражаси 50 фоизга яқин бўлган мамлакатларда Давлат бюджети дефицитининг ЯИМдаги салмоғини 1 фоизли пунктга қисқариши инфляциянинг 8,75 фоизли пунктга пасайишига олиб келади. Бунда Давлат бюджети дефицити ва инфляция ўртасидаги сезиларли статистик боғлиқлик нафақат юқори инфляция шароитида, балки оқилона инфляция шароитида ҳам кузатилди. Шунини алоҳида таъкидлаш жоизки, ривожланган саноат мамлакатларида ва инфляция даражаси жуда паст бўлган мамлакатларда Давлат бюджети дефицити ва инфляция ўртасидаги сезиларли боғлиқлик тадқиқот жараёнида кузатилмаган. Бу эса, Л. Катао ва М. Терронзаларнинг фикрига кўра, қуйидаги омиллар билан изоҳланади:

- ҳукуматга нисбатан ишончнинг юқори эканлиги;
- марказий банклар мустақиллигининг институционал жиҳатдан ҳимояланганлиги;
- молия тизимининг ривожланганлиги.

Иқтисодий адабиётда инфляция ва иқтисодий ўсиш ўртасидаги алоқадорлик масаласида кесин мунозарали фикрлар, хулосалар мавжуд. Бир гуруҳ иқтисодчи олимлар, шу жумладан, Г. Хесс ва Ч. Моррисларнинг фикрига кўра, баҳоларнинг сезиларсиз даражадаги ўсиши ҳам иқтисодий ўсишга салбий таъсир кўрсатади¹²¹. Уларнинг фикрига кўра, баҳоларнинг унчалик сезиларли даражада бўлмаган ўсиши ҳам инфляция динамикасидаги ноаниқликни кучайтиради. Бу эса, ўз навбатида, тижорат банклари кредитлари фоиз ставкасининг ўсишига олиб келади. Чунки кредитларнинг фоиз ставкаси ўзида нафақат кутилаётган инфляцияни, балки риск учун қўшимча устамани ҳам акс эттиради. Натижада, мамлакатдаги иқтисодий

¹²⁰ Catao L., Terrones M. Fiscal Deficits and Inflation // Working Paper. 65. IMF. – P. 63 - 67.

¹²¹ Hess G., Morris C. The Long-Run Costs of Moderate Inflation // Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review. 1996. Second Quarter. – P. 71-88.

фаолликка ва аҳолининг турмуш даражасига нисбатан кучли салбий таъсир юзага келади.

Иккинчи гуруҳ иқтисодчи олимлар эса (проф. М.А. Пивоварова, А.Кудрин ва бошқ.) инфляциянинг маълум даражаси шароитида иқтисодий ўсиш суръатлари юқори бўлиши мумкин, деб ҳисоблайдилар. Масалан, проф. М. Пивоварованинг фикрига кўра, инфляциянинг унча юқори бўлмаган даражаси иқтисодий ўсишни рағбатлантиради, бундай шароитда антиинфляцион сиёсатни амалга ошириш ишсизликнинг ўсишига, иқтисодиётнинг пасайишига олиб келади¹²². Бундай шароитда, одатда, пуллар таклифи устидан қаттиқ назорат ўрнатилади.

ХВФ экспертларининг хулосасига кўра, ривожланган давлатларда инфляция йиллик даражасининг 3 фоиздан ошиши иқтисодий ўсиш суръатларининг сезиларли даражада секинлашишига олиб келади¹²³.

Ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида тижорат банклари кредит қуйилмалари миқдорининг ошиши, молия бозорлари ривожланмаган шароитда, инфляция даражасининг юқори бўлишига олиб келади. Бундай шароитда инфляциянинг барқарор даражасини таъминлаб туриш иқтисодий ўсиш суръатларининг барқарорлигини таъминлашда муҳим рол ўйнайди.

Инфляциянинг классик талқинида, баҳоларнинг ўсиши, пулнинг айланиш тезлиги ўзгармасдан қолган шароитда, пул таклифининг ошишига боғлиқ. Пуллар таклифи ва пулнинг айланиш тезлиги ўзгармаган шароитда алоҳида товарларнинг баҳоси ўзгарганда ҳам мамлакатда баҳоларнинг умумий даражаси ўзгармасдан қолади. Шу сабабли, баҳолар умумий даражасининг ўсиши билан уларнинг алоҳида олинган товар позициялари бўйича ўсишини жиддий фарқлаш лозим.

Базавий инфляцияга бағишланган илмий тадқиқот ишлари мажмуида Г.Бровер ва Н.Эриксон томонидан инфляциянинг номонетар омилларини тадқиқ қилишга бағишланган илмий изланиш ўзига хос ўрин тутди. Ушбу олимлар мазкур соҳада олиб борган тадқиқотларининг натижаларига асосланган ҳолда, инфляциянинг харажатли моделини (markup theory of inflation) яратдилар¹²⁴.

Мазкур моделда инфляциянинг узоқ муддатли динамикаси тадқиқ қилинади ва чиқим инфляциясининг асосий омиллари сифатида қуйидагилар эътироф этилган:

- а) иш ҳақи;
- б) коммунал хизматлар тарифлари;
- в) импорт қилинган хом-ашё ва бутловчи қисмларнинг баҳолари.

¹²² Пивоварова М.А. Международная научно-практическая конференция: “Инфляция и экономический рост: теория и практика” // Деньги и кредит. – Москва, 2006. - №7. – С. 60.

¹²³ Khan M. Senhadji. Thershold Effects in the Relatioinshop between Inflation and Growth // IMF Staff Papers. 2001. Vol. 48. - P.1-21.

¹²⁴ Brouwer G. de, Evicsson N.R. Modeling Inflation in Australia. Journal of Business and Economic Statistics. 1998. Vol. 16. – P. 24 - 29.

Иш ҳақи омилини оладиган бўлсак, иш ҳақининг ошиши натижасида баҳоларнинг сезиларли даражада ўсиши юз бериши мумкин. Халқаро амалиётдан маълумки, агар иш ҳақи доимий тарзда ошириб борилса, у ҳолда, корхоналарда ишлаб чиқариш харажатларининг умумий даражаси ошади. Бу эса, ўз навбатида, корхоналарни баҳоларни оширишга мажбур қилади. Акс ҳолда, корхоналар фойдасининг миқдори камайиб кетади. Бундай шароитда “иш ҳақи-баҳолар” спиралининг ҳаракатига барҳам бериш учун меҳнат унумдорлигининг ўсиш суръатини ўртача иш ҳақининг ўсиш суръатидан юқори бўлишини таъминлаш зарур. Агарда меҳнат унумдорлигини оширишга муваффақ бўлинмаса ёки унинг пасайиши юз берса, у ҳолда, иш ҳақи ўсишининг баҳолар даражасига нисбатан таъсири кучаяди.

Пуллар таклифининг инфляцияга таъсири исботланган бўлсада, инфляцияни юзага келтирувчи барча омиллар монетар мазмунга эга эмас ва бинобарин, Марказий банкнинг назорати доирасидан ташқаридадир. Лекин мазкур номонетар омиллар ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида инфляциянинг ўсиш суръатларига кучли таъсир кўрсатади. Шу сабабли, пул-кредит сиёсатининг стратегиясини ишлаб чиқишда базавий инфляцияга, яъни инфляциянинг узок муддатли даврий оралиқлардаги ўзгаришига алоҳида эътибор қаратилади. Бу эса, Марказий банкнинг инфляцияни жиловлашдаги ролини аниқроқ баҳолаш имконини беради.

Иқтисодий адабиётларда базавий инфляцияга бағишланган кўплаб илмий изланишлар мавжуд бўлсада, инфляциянинг базавий даражаси хусусида яқдил хулоса мавжуд эмас. Шундай бўлсада, кўпчилик иқтисодчи олимлар томонидан базавий инфляция инфляцион жараённинг узок муддатли тенденциялари сифатида эътироф этилган¹²⁵.

Базавий инфляция даражасини аниқлаш, биринчидан, Марказий банк пул-кредит сиёсати доирасида тартибга солиш имконига эга бўлмаган номонетар инфляцион омилларнинг умумий инфляция даражасига таъсирини баҳолаш имконини беради; иккинчидан қисқа муддатли даврий оралиқларда кучли ўзгарувчанлик хусусиятига эга бўлган истеъмол товарлари баҳоларининг ўзгариши таъсир этмайдиган инфляция жараёнининг ривожланиш тенденцияларини аниқлаш имконини беради; учинчидан, пул массасининг ўсиши ва инфляция суръатлари ўртасидаги боғлиқликнинг ўзгариш сабабларини аниқлаш имконини беради. Айрим даврий оралиқларда пул массасининг ўсиши ва инфляция суръатлари ўртасида тўғри мутаносиблик кузатилмаслиги мумкин. Бу эса, инфляцияни жиловлаш тактикаси ва стратегиясига Марказий банк томонидан жиддий ўзгартиришлар киритишни тақозо этади.

¹²⁵ Hogan S., Johnson M., Lafleche T. Core Inflation // Bank of Canada Technical Report, 2001. №89.

О. Хмыз. Базовая инфляция и ее измерение (зарубежный опыт) // Экономист. – Москва, 2007. – №7. – С. 65 - 77.

Хулоса қилиб айтганда, базавий инфляция – бу номонетар инфляция бўлиб, истеъмол баҳоларининг ўзгариши шаклида намоён бўлади ва уни формула тарзида қуйидагича ифодалаш мумкин:

$$\begin{array}{ccccc} \text{Базавий} & & \text{Истеъмол баҳолари} & & \\ \text{инфляция} & = & \text{индексининг} & - & \text{Инфляцион} \\ & & \text{ўзгариши} & & \text{шоклар} \end{array}$$

Бунда, инфляцион шок деганда, товарлар ва хизматлар баҳосининг инфляцион кутиш таъсирида қисқа муддатли даврий оралиқларда кескин кўтарилиши назарда тутилмоқда.

Ўтиш иқтисодиёти мамлакатларининг кўпчилигида нақд пул муомаласининг миллий валюта курсининг барқарорлигига таъсири муаммоси мавжуд. Бунинг асосий сабаблари сифатида пластик карточкалар ва пуллик чекларга асосланган тўлов тизимининг ривожланмаганлиги, истеъмол баҳолари индекси, аҳолининг пуллик даромадлари, чакана савдо айланмасининг ўсаётганлиги, Марказий банкларнинг захира-вакиллик тизимининг мўътадил тарзда ишламаётганлиги каби сабабларни кўрсатиш мумкин. Мазкур сабаблар бир қатор иқтисодчи олимларнинг илмий изланишларида, жумладан, А.Кудриннинг илмий ишларида асослаб берилган¹²⁶.

5.2-§. Инфляциянинг турлари

Инфляциянинг ҳозирга қадар фанга маълум бўлган қуйидаги турлари мавжуд:

1. Талаб инфляцияси.

Бунда товарларни ишлаб чиқариш уларга бўлган талабни қондира олмайди. Натижада товарларнинг нархи ошиб кетади.

Талаб инфляцияси пуллар таклифининг кескин ошиб кетиши гнатижасида юзага келади. Айниқса, уруш даврида талаб инфляцияси кучаяди. Чунки, корхоналарнинг асосий қисми уруш олиб бориш учун зарур бўлган маҳсулотларни ишлаб чиқаришга ўтказилади.

2. Чиқим инфляцияси.

Чиқим инфляцияси товарларни ишлаб чиқариш учун зарур бўлган харажатларнинг ошиб кетиши билан боғлиқ.

Товарларни ишлаб чиқариш билан боғлиқ бўлган ва уларнинг таннарининг асосий қисмини ташкил қилувчи икки харажат тури мавжуд. Буларнинг биринчиси хом-ашё ва материаллар сотииб олиш харажатлари бўлса, иккинчиси иш ҳақи харажатларидир.

3. Мўътадил (нормал) инфляция.

¹²⁶ Кудрин А. Инфляция: российские и мировые тенденции // Вопросы экономики. – Москва, 2007. - №10. – С. 4 - 26.

Халқаро валюта фонди экспертларининг хулосасига кўра, агар инфляциянинг йиллик даражаси 3 фоиздан ошмаса, бу мўътадил инфляция ҳисобланади.

Евроҳудуд мамлакатлари учун инфляциянинг йиллик суръатини 2 фоиздан ошишига йўл қўймаслик талаби қўйилган.

4. Судралувчи инфляция.

Бунда товарлар ва хизматларнинг баҳолари секин ва паст суръатларда ўсиб оради. Кўпчилик экспертларнинг фикрига кўра, судралувчи инфляция шароитида баҳоларнинг йиллик ўсиш суръати 5 фоиздан 10 фоизгача бўлади.

5. Йўрғаловчи инфляция.

Бунда баҳоларнинг йиллик ўсиш суръати 10 фоиздан-50 фоизгача бўлади.

6. Гиперинфляция.

Гиперинфляцияда товарлар ва хизматларнинг баҳоларини ойлик ўсиш суръати 50 фоизга етади ва ундан ошади. Демак, инфляциянинг йиллик даражасини 600 фоизга етиши гиперинфляция ҳисобланади.

Гиперинфляциянинг кучайиши натижасида миллий валюта ўзининг харид қобилиятини йўқотади ва бунинг натижасида давлат пул ислоҳоти ўтказишга мажбур бўлади.

Германияда 1923 йилда, яъни Биринчи жаҳон урушидан сўнг 1,3 трлн. мартага ошди. Натижада, давлат 1923 йилда пул ислоҳоти ўтказишга мажбур бўлди. Пул ислоҳоти пайтида 1 янги марка 1 трлн. эски маркага алмаштирилди.

7. Локал инфляция.

Алоҳида олинган битта давлатда ёки битта яхлит ҳудудда юзага келган инфляция локал инфляция дейилади.

8. Жаҳон инфляцияси.

Бир вақтнинг ўзида бир нечта мамлакатда юз берадиган инфляция жаҳон инфляцияси дейилади.

9. Экспорт қилинадиган инфляция.

Бунда инфляция товарларнинг баҳоси таркибида экспорт қилувчи мамлакатдан импорт қилувчи мамлакатга кириб келади. Натижада, товарларни импорт қилувчи мамлакатнинг миллий даромадининг бир қисми экспорт қилувчи мамлакатнинг фойдасига қайта тақсимланади. 1985 йилда АҚШ ва Япония ўртасида юзага келган савдо урушининг асосий сабабларидан бири инфляция даражалари ўртасидаги фарқ эди. Чунки, ўша даврда инфляция даражаси АҚШда Японияга нисбатан баланд эди. Шунда Япония 19 млрд. доллар миқдоридagi товарларни АҚШдан импорт қилишдан бош тортган эди.

11. Импорт қилинадиган инфляция.

Бунда инфляция товарларнинг баҳоси таркибида товарларни экспорт қилувчи мамлакатдан уларни импорт қилувчи мамлакатга кириб келади.

12. Яширин инфляция.

Инфляциянинг ушбу тури айрим истеъмол товарларининг баҳолари давлат томонидан тартибга солинадиган мамлакатларда юз беради. Бунда баҳолари давлат томонидан тартибга солинадиган товарларнинг бозордаги баҳоларини ошириш кузатилади.

5.3-§. Инфляцион таргетлашнинг инфляцияга қарши сиёсатдаги аҳамияти

ХВФ экспертларининг фикрига кўра¹²⁷, 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-қаршилик 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 фойдаланиш механизми такомиллашмаган бўлса, у ҳолда, Марказий банк инфляцион манбаларни жиловлай олмайди, ссуда капиталлари ҳаракатини тартибга сола олмайди.

Инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида муваффақиятли тарзда фойдаланган давлатлар қаторига Янги Зеландия, Канада, Буюк Британия, Финландия, Швеция, Австралия ва Испанияни киритиш мумкин.

¹²⁷ <http://www.imf.org> сайти маълумотлари.

Шуниси характерлики, мазкур мамлакатларда инфляциянинг мақсадли кўрсаткичи турлича ифодаланди. Австралия, Финландия ва Швецияда Марказий банк инфляциянинг мақсадли кўрсаткичини ҳукуматнинг қўллаб-қувватлаш хусусидаги розилигини олмасдан туриб эълон қилди. Канада ва Янги Зеландияда инфляциянинг мақсадли кўрсаткичи Марказий банк ва Молия вазирлигининг ўзаро келишуви асосида ишлаб чиқилди. Аммо шунинг эътирофи этиш жоизки, инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида фойдаланишнинг мумкинлиги бирор-бир Марказий банкнинг Низомида ўз аксини топмаган. Шу сабабли, бу масалани ҳукукий жиҳатдан мақсадга мувофиқлиги марказий банклар фаолиятининг бош мақсади орқали изоҳланади, яъни инфляциянинг мақсадли кўрсаткичи орқали уни жиловлаш Марказий банкнинг бош мақсадига – миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш ва жамиятда баҳолар барқарорлигига эришишга хизмат қилади.

Канада ва Янги Зеландияда ҳукумат инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан инфляция суръатларини пасайтиришни рағбатлантириш мақсадида фойдаланди ва мақсадли кўрсаткичга эришиш учун 18 ойлик муддатни белгилашди. Мазкур муддат тугагандан сўнг, инфляциянинг даражасини босқичма-босқич пасайтириш мақсадида, Янги Зеландияда яна 12 ойлик, Канадада – 18 ойлик муддат белгиланди. Белгиланган янги муддатлар тугагандан сўнг ҳар иккала мамлакатда инфляциянинг мақсадли кўрсаткичини таъминлашга муваффақ бўлинди ва ҳар иккала мамлакатда яна беш йиллик даврга инфляциянинг мақсадли кўрсаткичи белгиланди. Буюк Британияда 1997 йилнинг ўрталаригача, яъни мамлакат парламентининг ваколат муддати тугагунга қадар бўлган даврда инфляциядан мақсадли кўрсаткич сифатида фойдаланилди. 1997 йилнинг ўрталарига қадар инфляция 1 фоиздан 4 фоизгача диапазонда белгиланган йўлакча доирасида бўлиши лозим эди. Ундан кейин чекланмаган вақт мобайнида инфляция даражаси 2,5 фоиздан паст даражада барқарорлашиши лозим эди. Шуниси характерлики, бошқа давлатлардан фарқли ўлароқ, Австралияда инфляция бўйича мақсадли кўрсаткичга эришиш учун олинган вақт иқтисодий фаоллик циклининг давомийлигига мос бўлиши лозим эди¹²⁸.

Айни вақтда, инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида фойдаланмаган давлатларда ҳам инфляциянинг пасайиши кузатилмоқда. Масалан, АҚШда инфляциянинг йиллик даражаси 2001 йилда 2,8 фоизни ташкил қилган бўлса, 2003 йилда 2,7 фоизни ташкил қилди. Японияда эса, 2001 йилдан бошлаб дефляция кузатилмоқда. Аммо шунинг эътирофи этиш жоизки, инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида фойдаланган давлатларда инфляциянинг пасайиш суръати бу кўрсаткичдан индикатор сифатида фойдаланмаган ривожланган давлатлардагига қараганда юқори

¹²⁸Определение целевых показателей инфляции как основа денежно-кредитной политики. Результаты исследований экспертов МВФ: Вашингтон, 1999. - С. 5.

бўлди. Масалан, Буюк Британияда 2005 йилда 2001 йилга нисбатан инфляциянинг йиллик даражаси 1,0 фоизли пунктга пасайди. АҚШда эса мазкур давр мобайнида инфляциянинг йиллик даражаси 0,6 фоизли пунктга пасайди¹²⁹.

Инфляция бўйича мақсадли кўрсаткичларни белгилашда давлатлар ўртасида мавжуд бўлган асосий фарқлардан яна бири мақсадли кўрсаткич атрофида ўрнатиладиган йўлакча диапазонинг кенглигидир. Масалан, Австралия ва Финляндияда инфляцияни мақсадли кўрсаткичи аниқ даража сифатида олинди. Канада, Янги Зеландия, Швеция ва Буюк Британияда инфляция бўйича мақсадли кўрсаткич йўлакча сифатида белгиланди. Испанияда эса мақсадли кўрсаткич инфляция суръатлари чегараси сифатида ўрнатилди. ХВФ экспертларининг, шу жумладан, П.Массон, М.Савастано ва С. Шармаларнинг фикрига кўра, йўлакнинг кенглиги пул-кредит сиёсати орқали инфляция суръатларини бошқаришни такомиллашганлигидан келиб чиқади¹³⁰.

Швейцарияда инфляция суръатларини ўрта муддатли таргетлаш қўлланилмоқда. 1990 йилдан бошлаб уч йил муддатга инфляциянинг мақсадли кўрсаткичлари ўрнатилмоқда. (1990 йилга қадар инфляцион таргетлаш бир йил муддатга амалга ошидилар эди). Шу сабабли, Швейцария Миллий банки пул-кредит сиёсатининг бош мақсади нафақат миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш, балки ўрта муддатли даврий ораликда баҳоларнинг барқарорлигини таъминлаш ҳам ҳисобланади. Ҳозирги даврда баҳоларнинг ўсишига нисбатан белгиланган йиллик максимал чегара 2 фоизни ташкил қилади. Шунини алоҳида эътироф этиш жоизки, Швейцария Миллий банки баҳоларнинг қисқа ва ўрта муддатли даврий оралиқлардаги барқарор даражасини таъминлашга муваффақ бўлмоқда. Чунончи, 1975-2000 йилларда баҳоларнинг ўртача йиллик ўсиши 2,79 фоизни ташкил этган бўлса, 2001 йилда бу кўрсаткич 1,0 фоизни ташкил қилди¹³¹.

Ўз-ўзини назорат қилиш учун берилган саволлар

1. Инфляция нима?
2. Инфляция қандай юзага келади?
3. Инфляция ва қитисодий ўсиш ўртасида қандай боғлиқлик мавжуд?
4. Инфляция ва давлат бюджети дефицити ўртасида қандай боғлиқлик мавжуд?
5. Инфляцияга қарши сиёсат деганда нимани тушунасиз?
6. Инфляцион таргетлаш нима?

¹²⁹ «International Financial Statistics» бюллетени маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

¹³⁰ Masson P., Savastano M., Sharma C. The Scope for inflation Targeting in Developing Countries. – Washington: IMF Working Paper, 1997/130.

¹³¹ “Die Banken in der Schweiz – Swiss National Bank, 2001” маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

7. Инфляцион таргетлаш режимига ўтиш учун қандай шартлар бажарилиши лозим?

VI-БОБ. МОНЕТАР СИЁСАТНИ АМАЛГА ОШИРИШДА ХОРИЖИЙ МАМЛАКАТЛАР ТАЖРИБАСИ

6.1-§. Тараққий этган мамлакатларда монетар сиёсат

Англия Марказий банки 1694 йилда ташкил этилган. Гарчи Швеция Марказий банки – Риксбанк дунёда биринчи бўлиб ташкил этилган бўлсада, муомалага банкоталарни чиқарган ва тижорат векселларини ҳисобга олишни бошлаган биринчи Марказий банк бўлиб, Англия Марказий банки ҳисобланади.

Риксбанк биринчи бўлиб муомалага олтин тангалар билан таъминланган депозит сertiфикатларини чиқарган.

Англия Марказий банки пул-кредит сиёсатининг қуйидаги инструментларидан фойдаланмоқда:

А. Қайта молиялаш сиёсати.

Англия Марказий банки ҳозирги даврда мамлакат тижорат банкларига икки хил усулда кредитлар бермоқда:

- * тижорат банкларининг балансидаги тратталарни Марказий банкла қайта ҳисобга олиш йўли билан берилаётган кредитлар;

- * Англия банкларининг балансидаги қимматли қоғозларни гаровга олиш йўли билан кредитлар.

Б. Очиқ бозор сиёсати.

Англия Марказий банки очиқ бозор сиёсати доирасида тўғри РЕПО ва тескари РЕПО операцияларидан фойдаланмоқда.

Тўғри РЕПО операциясида Англия Марказий банки қимматли қоғозларни мамлакат банкларига қайтариб сотиб олиш шарти билан сотади.

Тескари РЕПО операциясида Англия Марказий банки қимматли қоғозларни мамлакат тижорат банкларидан қайтариб сотиш шарти билан сотиб олади.

В. Валюта сиёсати.

Англия Марказий банки валюта сиёсати доирасида валюта интервенциясини амалга оширади, Англия ҳукуматининг ташқи қарзини тўлашга хизмат қилади ва ўзининг балансидаги олтин-валюта захираларини бошқаради.

Англияда Ҳукумат хорижий валюталарда захираларга эга эмас. Давлатга тегишли барча олтин-валюта захиралари Англия Марказий банкининг балансида ўтказилган. Шу сабабли, Ҳукуматнинг ташқи қарзи Англия Марказий банкининг балансидаги валюта захиралари ҳисобидан тўланади. Тўланган ташқи қарзнинг фунт стерлингдаги эквиваленти Ҳукуматнинг жорий ҳисобрақамидан ечиб олинади.

Г. Депозит сиёсати.

Англия Марказий банки Ҳукуматга ва тижорат банкларига тегишли вақтинчалик бўш турган пул маблағларини ўзининг муддатли депозит ҳисобрақамларига жалб қилади ва уларга фоиз тўлайди.

Англия Марказий банки мажбурий захира сиёсатидан пул-кредит сиёсатининг инструменти сифатида фойдаланмайди.

Англия Марказий банки 1997 йилгача назорат функциясига эга эди, яъни тижорат банклари фаолиятини назорат қилар эди. Аммо 1997 йилда тижорат банклари фаолиятини назорат қилиш ваколати “Молиявий тартибга солиш ва назорат” бошқармасига берилди.

1-жадвал

Англия Марказий банки активларининг таркиби, 2017 йилнинг 1 январь ҳолатига

Активлар таркиби	Активнинг жами активлардаги улуши, %
Берилган кредитлар	95,1
Сотиб олинган қимматли қоғозлар	4,3
Асосий воситалар ва номоддий активлар	0,6
Активлар -жами	100,0

1-жадвал маълумотларидан кўринадик, Англия Марказий банки активларининг мутлақ асосий қисмини, яъни 95 фоиздан ортиқ қисмини тижорат банкларига ва Англия Ҳукуматига берилган кредитлар эгаллайди.

Англия Марказий банки активларининг умумий ҳажмида салмоғига кўра иккинчи ўринни қимматли қоғозларга қилинган инвестициялар эгаллайди. Бу эса, асосан, Англия Ҳукуматининг қимматли қоғозларига қилинган инвестициялардир.

2017 йилнинг 1 январь ҳолатига кўра, Англия Марказий банкнинг активлари 422 млрд. 702 млн. фунт стерлингни ташкил этди. Шундан, берилган кредитлар миқдори 401 886 млн. фунт стерлингни ташкил этди.

2-жадвал

Англия Марказий банки пасивларининг таркиби, 2017 йилнинг 1 январь ҳолатига

Пассивлар таркиби	Пассивнинг жами пасивлардаги улуши, %
Депозитлар	81,5
Муомалага чиқарилган нақд пуллар	16,1
Облигациялар	1,0
Бошқа мажбуриятлар	0,3
Капитал	1,1
Пассивлар -жами	100,0

2-жадвал маълумотларидан кўринадик, Англия Марказий банки пасивларининг мутлақ асосий қисмини, яъни 81 фоиздан ортиқ қисмини тижорат банклари ва Англия Ҳукуматининг депозитлари ташкил этади. Ушбу депозитларга қуйидагилар киради:

* Англия тижорат банкларининг Марказий банк да очилган “Востро” вакиллик ҳисобрақамларидаги пул маблағлари;

* тижорат банкларининг Англия Марказий банкидаги муддатли депозит ҳисобрақамларидаги пуллар;

* Англия Ҳукуматининг Марказий банкда очилган жорий ҳисобрақаидаги пуллар;

* Англия Ҳукуматининг Марказий банкдаги муддатли депозит ҳисобрақаидаги пуллар.

2-жадвал маълумотларидан кўринадики, Англия Марказий банки пасивларининг ҳажмида салмоғига кўра иккинчи ўринни муомалага чиқарилган нақд пуллар эгаллайди. Бу эса, нақд фунт стерлингни нақат Англия ичкарасида, балки хорижий мамлакатларда ҳам ишлатилиши билан изоҳланади.

АҚШ Марказий банки фаолиятининг бирламчи меъёрий-ҳуқуқий асоси бўлиб, 1913 йилда қабул қилинган “Федерал захира тизими тўғриси да”ги акт ҳисобланади.

АҚШда монетар сиёсатни Федерал захира тизими (ФЗТ) амалга оширади.

АҚШ ФЗТ монетар сиёсатни амалга оширишда қайта молиялаштириш сиёсати, очиқ бозор сиёсати, валюта сиёсати ва депозит сиёсатидан фаол тарзда фойдаланади. Мажбурий захира сиёсати ФЗТ учун монетар сиёсат инструменти ҳисобланмайди.

ФЗТнинг кредитлари тижорат банкларининг ликвидлилигини таъминлашда муҳим ўрин тутди. ФЗТ тижорат банкларига бир вақтнинг ўзида бир неча турдаги марказлашган кредитларни таклиф этади. Хусусан, дисконтли кредитлар, ломбард кредитлари, овердрафт ва овернайт кредитлари кенг қўлланилади.

АҚШ Ҳукумати қимматли қоғозлари эмиссия ҳажмининг катта эканлиги ФЗТга очиқ бозор сиёсатидан монетар сиёсатнинг асосий инструменти сифатида фойдаланиш имконини беради.

АҚШ ФЗТ монетар сиёсат инструментларидан макроиктисодий ўсиш суръатларига таъсир этиш мақсадида актив фойдаланиб келмоқда. Масалан, 2001 йилда АҚШ иқтисодиётида рецессия белгиларининг пайдо бўла бошлаганлиги ФЗТни “арзон пуллар” сиёсатини қўллашга мажбур қилди ва натижада 2001-2004 йилларда пул массасининг ошишини рағбатлантирувчи экспансионистик монетар сиёсат олиб борилди. Ушбу сиёсатнинг натижаси ўлароқ, АҚШ ҳукуматига тегишли пул маблағлари бўйича белгиланган ставка 2001 йилдаги 6,5 фоиздан 2004 йил декабр ойига келиб, 1,75 фоизга тушди¹³².

АҚШ доллари курсининг нобарқарорлиги Япония, Германия, Франция, Буюк Британия ва Хитой каби мамлакатларни ҳам ташвишга солмоқда. Чунки, уларнинг халқаро валюта захираларининг асосий қисми АҚШ

¹³² OECD Economic Outlook, Vol. №73, 2003/ I. - June, pp. 38-39.

долларида шаклланган. Шу сабабли, 1999 йил январда Япония ва Германия Молия вазирлари АҚШга доллар, евро ва иеннинг курсларини ўзаро бир-бирига боғлашни таклиф қилдилар. Аммо АҚШ Федерал захира тизимининг ўша вақтдаги раҳбари А.Гринспен ва Молия вазири Р.Рубин ушбу таклифни катъиян рад этдилар. Уларнинг фикрига кўра, мазкур уч етакчи валюта курсларини ўзаро бир-бирига боғлашни жорий этиш АҚШ Федерал захира тизимининг ишсизлик ва инфляцияга қарши курашишга қаратилган пул-кредит сиёсатининг мустақиллигига путур етказди¹³³.

АҚШда 1913 йил 23 декабрда қабул қилинган “Федерал захира тизими тўғрисида”ги қонунга мувофиқ, Федерал захира тизими (ФЗТ) монетар сиёсатни ишлаб чиқади ва амалга оширади.

АҚШ ФЗТнинг олий Бошқарув органи бўлиб, Бошқарувчилар кенгаши ҳисобланади. Айнан, Бошқарувчилар кенгаши монетар сиёсатнинг асосий, таянч масалалари бўйича қарорлар қабул қилади. Жумладан, Кенгаш, ҳисоб ставкасини ўрнатади ва ўзгартиради, тижорат банкларига нисбатан мажбурий захира талабномаларини белгилайди, тратталарни қайта ҳисобга олиш контингентини аниқлайди.

ФЗТнинг яна бир бошқарув органи бўлиб, очиқ бозордаги операциялар бўйича Федерал қўмита бўлиб, у федерал захира банклар савдо қиладиган давлат қимматли қоғозларини сотиб олиш ва сотиш стратегияларини ишлаб чиқиш билан шуғулланади.

АҚШ ФЗТнинг иқтисодий ва сиёсий мустақиллигининг таъминланганлиги монетар сиёсатнинг самарадорлигини таъминлашда муҳим ўрин тутди¹³⁴.

АҚШ ФЗТ инфляцион таргетлашни қўлламайди, балки пул массасининг ўсиш суръатларини назорат қилади. АҚШ Конгресси 1978 йилда ФЗТга пул массасининг ўсиш суръатларини назорат қилиш мажбуриятини юклади. Унга кўра, мамлакатда баҳолар барқарорлигига эришиш мақсадида ҳар йили келгуси йил учун пул массасининг ўсиш суръати ФЗТ томонидан эълон қилинади.

6.2-§. Ривожланаётган мамлакатларда монетар сиёсат

Россия Федерацияси банк тизимининг биринчи поғонасида Россия Марказий банки туради.

Россия банк тизимининг иккинчи поғонасида тижорат банклари туради.

¹³³ Моисеев С.Р. Международные валютно-кредитные отношения. – М.: Дело и Сервис, 2007. - С. 625-626.

¹³⁴ Марказий банкнинг иқтисодий мустақиллиги деганда унинг монетар сиёсатни амалга оширишда ихтиёридаги пул-кредит инструментларидан чекловларсиз, эркин фойдалана олишига айтилади. Унинг сиёсий мустақиллиги деганда монетар сиёсатни амалга оширишда Ҳукуматга ва давлат органларига нисбатан мустақиллигига айтилади.

Россия Марказий банки нақд рублни эмиссия қилади, пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқади, тижорат банклари фаолиятини назорат қилади ва расмий олтин-валюта захираларини бошқаради.

Россия Марказий банкининг мамлакат иқтисодиётини ривожлантиришдаги роли унинг пул-кредит сиёсати орқали намоён бўлади.

Россия Марказий банки томонидан қўлланилаётган инфляциян таргетлаш режимида 2017 йилнинг охирига бориб, инфляциянинг йиллик даражасини 4 фоизга етказиш мақсади қўйилган. 2016 йилда амалга оширилган чора-тадбирлар ушбу мақсадга эришиш имкониятини юзага келтирди. Яъни, 2016 йилнинг якунига келиб, Россияда инфляциянинг йиллик даражаси 5,4 фоизни ташкил қилди. Ҳолбуки, 2015 йил 31 декабрь ҳолатига кўра, Россияда инфляциянинг йиллик даражаси 12,9% бўлган эди.

2016 йилнинг июнь ойига келиб, инфляциянинг даражасини сезиларли даражада пасайтиришга эришилганлиги Россия Марказий банкига қайта молиялаш ставкасини пасайтириш имконини берди.

Россия Марказий банкининг қайта молиялаш ставкаси 2016 йилнинг июнь ва сентябрь ойларида 0,5 фоизли пунктга 2 марта пасайтирилди ва йилнинг охирига келиб, қайта молиялаш ставкасининг йиллик даражаси 10,0 фоизни ташкил қилди.

Россия Марказий банки томонидан овернайт, овердрафт, ломбард ва муддатли кредитлар бериш қўлланилмоқда.

Қайд этиш жоизки, Россия Марказий банки томонидан берилаётган ломбардли кредитлар, республикамиз амалиётидан фарқли ўлароқ, нафақат юқори ликвидли ҳукумат қимматли қоғозлари билан, балки репутацияси юқори бўлган Россия компанияларининг қарз қимматли қоғозлари билан ҳам таъминланмоқда. Бу эса, Россия Федерацияси Марказий банкининг ломбард кредитлари ҳажмини оширишга имкон бермоқда.

2015 йилда Россияда инфляциянинг юқори бўлиши россия рублининг қадрсизланиши билан боғлиқ бўлди. Рублнинг қадрсизланиши ҳисобига инфляция даражаси қўшимча 4,5-5,0 фоизли пунктга ошди.

Россия Марказий банки очик бозор операцияларидан пул-кредит сиёсатининг асосий инструменти сифатида фойдаланади. Шуниси характерлики, Россия Марказий банки очик бозор операцияларини амалга оширишда Россия ҳукуматининг қимматли қоғозларидан ташқари, йирки компаниялар ва банкларнинг қимматли қоғозларидан фойдаланади. Газпром, Роснефть, Роснано каби йирик компанияларнинг қимматли қоғозлари ва Сбербанк, Внешторгбанк, Газпромбанк каби йирик банклар томонидан чиқарилган қимматли қоғозлар Россия Марказий банки очик бозор операцияларининг объектлари бўлиб ҳисобланади.

Хитой Халқ Республикаси 1949 йилда ташкил топди ва шу муносабат билан мамлакатда икки поғонали банк тизими ташкил топди.

Биринчи поғонада Хитой Халқ банки туради ва у 1948 йилда ташкил этилган. Хитой Халқ банки Марказий банк ҳисобланади. У дастлаб тижорат

банклари функцияларини ҳам бажарган. Ушбу банк эмиссион, депозит, ҳисоб-китоб ва касса маркази вазифасини бажарар эди.

1949 йилда Хитой банк тизимининг иккинчи поғонасида қишлоқ хўжалик кредит кооперативлари турар эди. Чунки, Хитой коммунистик давлат бўлганлиги сабабли 1949 йилда тижорат банклари ташкил этишга умуман рухсат йўқ эди.

1954 йилда Хитой банки, Хитой Халқ қурилиш банки ташкил этилди, 1955 йилда Хитой Қишлоқ хўжалик банки ташкил этилди. Ушбу банклар фаолиятининг мазмунига кўра Хитой Халқ банкининг бўлинмалари ҳисобланар эди.

Ҳозирги даврда Хитой банк тизими 2 поғонали ҳисобланади.

Хитой банк тизимининг биринчи поғонасида Хитой Халқ банки, учта сиёсий банк ва давлат назоратида бўлган тўртта йирик банк туради.

Сиёсий банклар – Давлат тараққиёт банки, Хитой қишлоқ хўжалигини ривожлантириш банки, Хитой экспорт-импорт банки.

Давлат назоратидаги 4 та йирик банк – Хитой Савдо-саноат банки, Хитой банки, Хитой Қишлоқ хўжалиги банки, Хитой Халқ қурилиш банки.

Хитой банк тизимининг иккинчи поғонасида акциядорлик-тижорат банклари ва қишлоқ хўжалик кооператив банклари киради.

Хитой Халқ банки 1995 йил 18 мартда қабул қилинган “Хитой Халқ банки тўғрисида”ги қонунга биноан ҳақиқий марказий банк мақомига ва ваколатига эга бўлди. Яъни, Марказий банк аҳоли ва корхоналарга молиявий хизматлар кўрсатмайдиган бўлди, пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш ваколатига эга бўлди.

Хитой Халқ банкининг 9 та ҳудудий бўлинмаси мавжуд: Улар Шанхай, нанкин, Тяньзин, Цзин, Шеньян, Ухан, Гуанчжоу, Чэнду ва Сиан вилоятларидан жойлашган.

Хитой Халқ банки фаолиятининг асосий йўналишлари қуйидагилардан иборат:

1. Хитой Халқ банки миллий валюта – юанни эмиссия қилади ва унинг муомаласини ташкил қилади.

2. Пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқади.

3. Давлат бюджетининг касса ижросини амалга оширади.

4. Мамлакатдаги тижорат банклари ва нобанк кредит институтлари фаолиятини назорат қилади.

5. Мамлакатнинг олтин-валюта захираларини шакллантиради ва бошқаради.

6. Тўлов тизимининг ҳолати учун жавоб беради.

Хитой Халқ банки ҳозирги даврда пул-кредит сиёсатининг қуйидаги инструментларидан фойдаланмоқда:

– мажбурий захира сиёсати;

– қайта молиялаш сиёсати;

– очик бозор сиёсати;

– валюта сиёсати.

Хитойда ташқи савдонинг йирик миқдорда ижобий сальдога эга эканлиги тўлов балансининг ҳолатига ижобий таъсир этгани ҳолда, миллий валютанинг номинал алмашув курсини кўтарилиш хавфини юзага келтиради. Бу эса, Хитой Халқ банкини миллий валютанинг номинал алмашув курсини назорат қилишга мажбур қилади.

3-жадвал

Хитойда миллий валютанинг номинал алмашув курси ва экспорт ҳажми

Кўрсаткичлар	Йиллар					2017 йилда 2013 йилга нисбатан ўзгариши
	2013	2014	2015	2016	2017	
Юаннинг 1 АҚШ доллариға нисбатан номинал алмашув курси, юань	6,0969	6,1190	6,4936	6,9370	6,5342	0,44 п.
Экспорт ҳажми, млрд. АҚШ доллари	2210,2	2345,0	3501,1	3024,7	2422	3464,1

3-жадвал маълумотларидан кўринадики, Хитой экспортни рағбатлантириш мақсадида миллий валютанинг номинал алмашув курсини паст даражада сақлаб турмоқда. 2013-2017 йилларда юаннинг АҚШ доллариға нисбатан номинал алмашув курси барқарор бўлгани ҳолда, 2017 йилда 2016 йилга нисбатан 0,4 фоизли пунктга ошган.

Юаннинг номинал алмашув курсини паст ва барқарор даражада сақлаб қолинганлиги экспорт ҳажмини ошишига кучли туртки берган.

Хитойда пул массасининг ўсиш суръатининг барқарорлигини таъминланганлиги ва нақд пулларга бўлган талабнинг юқори эмаслиги Хитой Халқ банки томонидан олиб борилаётган пул-кредит сиёсатининг ижобий жиҳатларидан бири ҳисобланади.

4-жадвал

Хитойда пул массасининг йиллик ўсиш суръатлари ва нақд пулларнинг М2 пул агрегатидаги салмоғи

(фоизда)

Кўрсаткичлар	2013 й.	2014 й.	2015 й.	2016 й.	2017
Пул массасининг йиллик ўсиш суръати (М2 пул агрегати бўйича)	13,6	12,2	13,3	11,3	8,1

M2 пул агрегати таркибида нақд пулларнинг салмоғи	5,2	4,9	4,5	4,4	4,2
---	-----	-----	-----	-----	-----

4-жадвал маълумотларидан кўринадикки, Хитойда пул массасининг ўсиш суръати 2013-2017 йилларда барқарор бўлган. Бунинг устига, 2017 йилда пул массасининг ўсиш суръати 2013 йилга нисбатан 5,5 фоизли пунктга пасайган. Бу эса, пул-кредит сиёсатини такомиллашганлигидан далолат беради.

4-жадвалда келтирилган маълумотлардан кўринадикки, Хитойда 2013-2017 йилларда нақд пулларнинг M2 пул агрегати таркибидаги салмоғи паст ва барқарор даражада бўлган. Бунинг устига, 2017 йилда нақд пулларнинг M2 пул агрегатидаги салмоғи 2013 йилга нисбатан 1,0 фоизли пунктга пасайган. Бу эса, нақд пулларга бўлган талабнинг барқарор эканлигидан ва нақд пул айланмасини тўғри ташкил қилинганлигини кўрсатади.

2015 йил 30 ноябрда Халқаро валюта фонди (ХВФ) Хитой юанини халқаро резерв валюта сифатида тан олди. Чунки, ушбу санада ХВФ томонидан юанни СДРнинг валюта саватига киритиш тўғрисидаги қарор қабул қилинди.

СДР ХВФнинг халқаро ҳисоб бирлиги бўлиб, унинг қиймати валюта савати орқали аниқланади. Унинг валюта саватининг таркиби ҳар 5 йилда кўриб чиқилади. Сўнгги марта СДРнинг валюта савати 2011 йилда кўриб чиқилган эди. Унинг савати таркиби 2016 йил кузда кўриб чиқилади ва Хитой юани СДРнинг валюта саватига бешинчи валюта бўлиб киради. Юаннинг СДРнинг валюта саватидаги улуши 10,92% қилиб белгиланди.

Қозоғистон Республикасида монетар сиёсатни Қозоғистон Миллий банкининг “Монетар операциялар” департаменти амалга оширади. Пул муомаласини эса, “Нақд пуллар билан ишлаш” бошқармаси амалга ошириди.

“Нақд пуллар билан ишлаш” бошқармаси “Монетар операциялар” департаментига бўйсунмайди.

Қозоғистон Республикаси Миллий банки монетар сиёсатининг ўзига хос бўлган ижобий жиҳатлари қуйидагилардан иборат:

1. Марказий банкнинг базавий ставкасини жорий этилганлиги ва муваффақиятли қўлланилаётганлиги.

2016 йил февраль ойида Қозоғистон Миллий банки базавий фоиз ставкасини пул-кредит сиёсатининг асосий инструменти сифатида ўрнатди.

Базавий ставканинг жорий этилганлиги молия бозори иштирокчиларининг жалб қилинадиган ресурсларнинг баҳоси хусусидаги тассавурларига аниқлик киритиши билан бирга, Марказий банк фоиз сиёсатининг шаффофлик (ошкоралик) даражасини оширишга хизмат қилади.

Қозоғистон Миллий банки томонидан базавий ставкани ўрнатишда инфляция rischi ва молиявий барқарорликни сақлаш билан боғлиқ бўлган

рисклар ҳисобга олинди ва шунинг натижасида базавий ставканинг йиллик даражаси 17% қилиб белгиланди.

Базавий ставканинг бу қадар юқори белгиланиши қайд этилган рискларнинг юқори бўлганлиги билан изоҳланади ва ушбу юқори ставка миллий валюта-тенгенинг номинал алмашув курсининг барқарорлигини таъминлаш имконини берди.

Шуниси аҳамиятлики, Қозоғистон Миллий банкининг базавий ставкасини мамалакат молия бозоридаги ҳолатнинг ўзгариши ҳамда инфляцион ва девальвацион кутишлардан келиб чиққан ҳолда, мослашувчанлиги таъминланган.

2016 йилнинг фералидан декбрига қадар бўлган даврда Миллий банкнинг базавий ставкаси 4 марта пасайтирилди:

- * май ойида – 15 фоизгача;
- * июль ойида – 13 фоизгача;
- * октябрь ойида – 12,5 фоизгача;
- * ноябрь ойида – 12,0 фоизгача.

2. Инфляцион таргетлаш режимининг қўлланилаётганлиги.

Инфляцион таргетлаш пул-кредит сиёсатини эконометрик таҳлил қилиш ва прогнозлаш тизимида асосланган ҳолда амалга оширилмоқда ва базавий ставкани ўзгартириш тўғрисидаги қарорни қабул қилишда муҳим рол ўйнамоқда.

Қозоғистонда инфляциянинг мақсадли кўрсаткичи ўрта муддатли даврга мўлжалланганлиги сабабли, эконометрик таҳлил чораклик даврдаги маълумотлар таҳлили асосида амалга оширилмоқда.

Шунингдек, прогнознинг аниқлик даражасини ошириш учун аҳоли ўртасида, инфляцион ва девальвацион кутишларни баҳолаш мақсадида, сўровлар ўтказилмоқда.

Ҳозирги даврда, Қозоғистонда инфляцион таргетлаш режими қўлланилаётганлиги сабабли миллий валютанинг алмашув курси бўйича мақсади кўрсаткичлар белгиланмаган. Миллий валюта-тенге эркин сузиш режимига эга.

Халқаро валюта фонди экспертларининг фикрига кўра, инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида фойдаланиш 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.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 13 сентябрдаги ПҚ-3272- сонли “Пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштиришга доир чоратadbирлар тўғрисида”ги қарорида республикада инфляцион таргетлашни 2018 йилдан бошлаб босқичма-босқич жорий қилиш вазифаси қўйилган. Шу сабабли, Қозоғистоннинг инфляцион таргетлаш борасидаги тажрибасини ўрганиш ва ундан фойдаланиш имкониятларига баҳо бериш Ўзбекистон учун муҳим амалий аҳамият касб этади.

3. Қозоғистон Республикаси Миллий банкининг очик бозор сиёсати доирасида Тўғри РЕПО ва Тескари РЕПО операцияларининг йўлга қўйилганлиги.

Тўғри Репо операциялари 2015 йилда юз берган молиявий беқарорлик пайтида кенг қўлланилди ва тижорат банкларида юзага келган баланслашмаган ликвидлилик rischi даражасини пасайтиришда муҳим роль ўйнади.

2016 йилнинг иккинчи ярмида юзага келган тижорат банкларининг тенгедаги “Ностро” вакиллик ҳисобрақамларида тўпланган ортиқча пул маблағларини олиб қўйиш мақсадида тескари РЕПО операцияларидан кенг фойдаланилди.

4. Миллий валютанинг номинал алмашув курсининг тебраниш даражасини пасайтиришга муваффақ бўлинганлиги.

2017 йилда Қозоғистон миллий валютаси – тенгенинг номинал алмашув курсининг тебраниш диапазонларини қисқартиришга муваффақ бўлинди. 2017 йилда тенгенинг 1 АҚШ долларига нисбатан номинал алмашув курсининг тебраниш диапазони 310,40-345,00 тенге оралиғида бўлди.

2017 йилнинг январь-май ойларида нефть баҳосининг аста-секинлик билан ошиши юз берди. 2017 йилнинг бошида 1 баррель нефтнинг баҳоси 2015 йилнинг июль ойидан бери биринчи марта 57 доллардан ошди ва кейинги 5 ой мобайнида ўртача 53-54 доллар даражасида тебраниб турди. Бу эса, тенгенинг алмашув курсини мустаҳкамланишига олиб келди.

2017 йилнинг июнь-июль ойларида 1 баррель нефтнинг баҳоси 45 долларга тушди. Бу эса, тенгенинг номинал алмашув курси барқарорлигига нисбатан салбий таъсирни юзага келтирди. Ташқи бозорлардаги ноаниқликлар ички валюта бозорида девальвацион кутишларнинг кучайишига сабаб бўлди. Натижада, 2017 йилнинг 21 ва 22 июнь кунлари АҚШ долларига бўлган талаб кескин ошди. Бундай шароитда тенгенинг АҚШ долларига нисбатан номинал алмашув курсини сезиларли даражада пасайиб кетишига йўл қўймаслик мақсадида Қозоғистон Миллий банки 101 млн. АҚШ долларини сотишга мажбур бўлди.

5. Ижобий эмиссион натижанинг мавжудлиги.

2016 йилда 2015 йилга нисбатан муомаладан нақд пулларни олиб қўйиш ҳажми 331,4 млрд. тенгени (11,0%) ташкил этди ва 3342,6 млрд. тенгени ташкил этди. Натижада 555,3 млрд. тенге миқдоридаги ижобий эмиссион натижа таъминланди.

Қозоғистонда ижобий эмиссион натижани таъминлашда аҳолининг девальвацион кутиши ҳамда тижорат банкларининг кассаларига нақд пулларни кирими суръати билан чиқими суръати ўсишлари ўртасидаги фарқ катта таъсир кўрсатмоқда. 2016 йилда Қозоғистон тижорат банкларининг кассаларига 22,7 трлн. тенге миқдоридаги нақд пуллар келиб тушди. Бу эса, 2015 йилдагига нисбатан 14,4 фоизга кўп демакдир.

5-жадвал

**Қозоғистон тижорат банклари бўйича нақд пуллар ҳаракати¹³⁵,
фоизда**

Нақд пуллар оқими	2015 й.	2016й.
Нақд пуллар кирими		
Товарлар, хизматларни сотиш	22,9	25,4
Жисмоний шахсларнинг омонатлари	19,7	24,8
Хорижий валюталарни сотиш	18,8	12,7
Жисмоний шахсларнинг пул ўтказмалари	0,9	0,9
Кредитлар ва қарзларни тўлаш	2,2	1,7
Бошқа тушумлар	35,5	34,5
Жами	100,0	100,0
Нақд пуллар чиқими		
Товарлар, хизматлар ҳақини тўлаш	6,8	3,6
Жисмоний шахсларнинг омонатларини қайтариш	19,4	19,4
Хорижий валюталарни сотиб олиш	7,2	7,9
Пул ўтказмалари	0,3	0,3
Меҳнат ҳақи, пенсия ва нафақаларни тўлаш	4,3	3,5
Банкоматларни таъминлаш	42,6	41,6
Жисмоний ва юридик шахсларга кредитлар ва қарз бериш	1,5	1,4
Бошқалар	17,9	22,3
Жами	100,0	100,0

5-жадвал маълумотларидан кўринадикки, Қозоғистон тижорат банкларининг кассаларига келиб тушган нақд пуллар ҳажмида қуйидагилар юқори салмоқни эгаллайди:

- товарлар, хизматларни сотишдан олинган нақд пуллар;
- жисмоний шахслардан қабул қилинган омонатлар;
- хорижий валюталарни сотиш.

Хорижий валюталарни сотишдан олинган нақд пуллар нақд пуллар киримида юқори салмоқни эгаллаши кўриниб турибди. Шу сабабли, республикамызда нақд хорижий валюталарни аҳолига сотишни йўлга қўйиш мақсадга мувофиқдир.

3-жадвал маълумотларидан кўринадикки, Қозоғистон тижорат банкларининг кассаларидан берилган нақд пуллар ҳажмида қуйидагилар юқори салмоқни эгаллайди:

- банкоматларни таъминлаш учун берилган нақд пуллар;
- жисмоний шахсларни омонатларини қайтариш;
- хорижий валюталарни сотиб олиш

¹³⁵ www.nationalbank.kz. маълумотлари.

Аҳолининг нақд пулда қабул қилинган омонатларининг салмоғи нақд пулда қайтарилган омонатларнинг салмоғидан сезиларли даражада юқоридир. Бу эса, пул муомаласини мустаҳкамлаш нуқтаи-назаридан ижобий ҳолат ҳисобланади.

2017 йилнинг 1 январь ҳолатига кўра, Қозоғистон банк тизимида 33 та тижорат банки мавжуд. 2016 йилда 2 та банк ёпилди.

6-жадвал

Қозоғистон Республикаси тижорат банкларининг кўрсаткичлари

	Кўрсаткичлар	Микдори
	Активлар, трлн. тенге	25,6
	Кредитлар, трлн. тенге	15,5
	Муддати ўтган кредитларнинг кредит портфелидаги улуши, %	6,5
	Депозитлар, трлн. тенге	22,7

4-жадвал маълумотларидан кўринадики, Қозоғистон тижорат банклари активларининг умумий ҳажмида энг юқори салмоқни эгаллайди. Аммо муддати ўтган кредитларнинг кредит портфелидаги улуши халқаро банк амалиётида қабул қилинган меъёрий даражага (3%) нисбатан юқори.

Қозоғистон тижорат банклари пасивларининг умумий ҳажмида энг юқори салмоқни депозитлар эгаллайди (88,7%).

Ўз-ўзини назорат қилиш учун берилган саволлар

1. Англия Марказий банкининг қайта молиялаш сиёсати тўғрисида нималарни биласиз?
2. Англия Марказий банкининг очик бозор операциялари тўғрисида нималарни биласиз?
3. АҚШ ФЗТ қайси монетар инструментлардан фойдаланади?
4. Хитой Миллий банки монетар сиёсатининг устувор йўналишлари нималардан иборат?
5. Хитой Миллий банкининг курс сиёсати ҳақида нималарни биласиз?
6. Россия Марказий банки монетар сиёсатининг стратегик ва тактик мақсадлари нималардан иборат?
7. Россияда инфляцион таргетлаш кўрсаткичлари қандай?
8. Қозоғистон Миллий банки монетар сиёсатининг стратегик ва тактик мақсадлари нималардан иборат?

VII-БОБ. ЎЗБЕКИСТОНДА МОНЕТАР СИЁСАТНИНГ ЎЗИГА ХОС ХУСУСИЯТЛАРИ

7.1-§. Ўзбекистонда монетар сиёсатни ислох қилиш босқичлари

Ўзбекистон Республикасида монетар сиёсатни ислох қилиш жараёнларини шартли равишда беш босқичга бўлиш мумкин.

Биринчи босқич 1991-1994 йилларни қамраб олади.

Ушбу босқич монетар сиёсатни шакллантиришнинг дастлабки босқичи ҳисобланади ва бунда асосий эътибор икки поғонали банк тизимини яратиш учун зарур бўлган шарт-шароитларни юзага келтириш, давлат иқтисодиётининг устувор тармоқларини, шу жумладан, саноат потенциалини кучайтириш ва рағбатлантиришга қаратилди.

Республикада монетар сиёсатни ислох қилишнинг иккинчи босқичи 1994-2000 йилларни ўз ичига олади. Таъкидлаш жоизки, мазкур босқичда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ва тижорат банклари фаолиятининг қонунчилик асослари яратилди. 1995 йил 21 декабрда “Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида”ги қонун, 1996 йил 25 апрелда эса, “Банклар ва банк фаолияти тўғрисида”ги қонун қабул қилинди.

“Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида”ги қонунга мувофиқ, Марказий банкнинг асосий вазифалари қилиб қуйидагилар белгиланди:

- монетар сиёсатни ҳамда валютани тартибга солиш соҳасидаги сиёсатни шакллантириш, қабул қилиш ва амалга ошириш;
- Ўзбекистон Республикасида ҳисоб-китобларнинг самарали тизимини ташки этиш ва таъминлаш;
- банклар, микрокредит ташкилотлари ва гаровхоналар фаолиятини лицензиялаш ҳамда тартибга солиш, улар фаолиятини назорат қилиш, қимматли қоғозлар бланкларини ишлаб чиқаришни лицензиялаш;
- Ўзбекистон Республикасининг расмий олтин-валюта резервларини, келишувга биноан ҳукумат резервларини қўшган ҳолдасаклаш ва тасарруф этиш;
- давлат бюджетининг касса ижросини Молия вазирлиги биланбиргаликда ташкил этиш.

Бундан ташқари, мазкур қонунга мувофиқ, Марказий банкка монетар сиёсатни мустақил амалга ошириш бўйича қуйидаги ваколатлар берилди:

- муомаладаги пул массасини тартибга солиш параметрларини белгилаш;
- тижорат банклари учун мажбурий захира меъёрларини белгилаш;
- Марказий банк қайта молиялаш ставкасини белгилаш;
- тижорат банклари ва нобанк кредит ташкилотлари учун иқтисодий нормативларни белгилаш;
- очиқ бозор операцияларини амалга ошириш;

- ички валюта бозорида операцияларни амалга ошириш қоидаларини ўрнатиш.

Монетар сиёсатни ислоҳ қилишнинг учинчи босқичи 2000-2003 йилларни қамраб олади.

Ушбу босқичда асосий эътибор миллий валютанинг алмашув курсини эркинлаштириш ва унификация қилишга қаратилди. Чунки, Ўзбекистонда 2003 йилнинг 15 октябридан бошлаб жорий валюта операциялари бўйича чекловлар бекор қилинди. Чунки, 2003 йил 8 октябрда Ўзбекистон ҳукумати Халқаро валюта фонди низомининг VIII-моддаси бўйича мажбуриятларни қабул қилди.

Миллий валюта бозорининг ривожланмаганлиги, унинг ликвидлилик даражасининг пастлиги миллий валютанинг барқарорлигини таъминлашда фойдаланиладиган молиявий инструментлардан самарали фойдаланиш имконини бермайди. Масалан, жорий валюта бозори ликвидлилик даражасининг пастлиги миллий ва хорижий валютадаги соф активларнинг узлуксиз ҳаракатланишига тўсқинлик қилади, деривативлар билан операцияларни амалга ошириш имконини бермайди, импорт тўловлари билан боғлиқ бўлган конверсион операциялар ҳажмининг камайишига сабаб бўлади. Бу эса, ўз навбатида, ташқи савдо айланмаси ижобий сальдоси миқдорининг камайишига олиб келиши мумкин. Натижада, миллий валютанинг алмашув курси барқарорлигига нисбатан кучли салбий таъсир юзага келиши мумкин. Тўлов балансида асосий тушум моддаси экспорт бўлган ўтиш иқтисодиёти мамлакатлари учун ташқи савдо айланмаси ижобий сальдоси миқдорининг камайиши жиддий муаммоларни юзага келтиради. Ана шундай муаммолардан бири инфляция даражасининг ошиши ва миллий валюта номинал алмашув курсининг нобарқарорлиги ҳисобланади. Ўз навбатида, валюта курсининг нобарқарорлиги аҳоли турмуш даражасининг ёмонлашишига олиб келади, тўлов балансининг ҳолатига салбий таъсир қилади ва шунинг асосида миллий валюта курсига нисбатан кучли тазйикни юзага келтиради.

Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 4 февралда қабул қилинган 63-сонли “Пул-кредит кўрсаткичларини тартибга солиш механизмини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги қарорига мувофиқ, касса режаларини назорат қилиш каби эскирган усуллар бекор қилиниб, унинг ўрнига бозор иқтисодиёти тамойилларига асосланган, замонавий, тез таъсирчан кучга эга бўлган услублар жорий этилди. Бу эса, Марказий банкка монетар сиёсатнинг бевосита дастакларига нисбатан унинг билвосита дастакларидан кенгроқ фойдаланишга имкон яратди.

Монетар сиёсатни ислоҳ қилишнинг тўртинчи босқичи 2003-2008 йилларни ўз ичига олади. Ушбу босқичда банк тизимининг капиталлашиш даражасини ошириш, давлат банкларини хусусийлаштириш жараёнларини жадаллаштириш, хусусий банклар ва нобанк кредит ташкилотлари фаолиятини ташкил этиш ва кенгайтириш, фуқароларнинг банклардаги

омонатларини сир сақланиши ва кафолатланиши ҳамда кредит тарихи ахборот тизимларининг яратилиши, тижорат банкларини уларга хос бўлмаган функциялардан босқичма-босқич озод этиш вазифаларига қаратилди.

Монетар сиёсатни ислоҳ қилишнинг бешинчи босқичи 2008 йилдан ҳозирги кунга қадар бўлган даврни ўз ичига олади.

2008 йилда бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг Ўзбекистон Республикаси иқтисодиётига таъсирини пасайтириш мақсадида инқирозга қарши чоралар дастури ишлаб чиқилди. Ушбу Дастур Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 28 ноябрдаги ПФ-4058-сонли “Иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарини қўллаб – қувватлаш, уларнинг барқарор ишлашини таъминлаш ва экспорт салоҳиятини ошириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги фармонида ўз ифодасини топди.

Инқирозга қарши чоралар дастури дастури доирасида республикаимизнинг етакчи банкларининг капиталлашиш даражаси Давлат бюджетининг маблағлари ҳисобидан оширилди.

1-жадвал

2009 йил давомида Ўзбекистон Республикаси тижорат банклари устав капиталига йўналтирилган давлат маблағлари¹³⁶

№	Тижорат банклари	Капиталга йўналтирилган маблағлар (млрд. сўмда)
1.	Ўзсаноатқурилишбанк	65,4
2.	Микрокредитбанк	72,0
3.	Халқ банк	50,0
4.	Агро банк	50,0
5.	Асака банк	147,1
6.	Қишлоқ қурилиш банк	76,0

Биргина 2009 йилнинг ўзида мазкур банкларнинг устав капиталига давлат бюджети маблағлари ҳисобидан 460,5 млрд. сўм миқдорида маблағлар йўналтирилди.

Банк тизимининг барқарорлигини таъминлашга қаратилган монетар сиёсат 2011, 2012 йилларда ҳам давом эттирилди.

7.2-§. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки монетар сиёсатининг ўзига хос хусусиятлари

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли фармони билан тасдиқланган “Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси”да илғор халқаро тажрибада

¹³⁶ Жадвал Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг маълумотлари асосида муаллиф томонидан шакллантирилди.

қўлланиладиган инструментлардан фойдаланган ҳолда пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш, шунингдек валютани тартибга солишда замонавий бозор механизмларини босқичма-босқич жорий этиш ва миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш, банк тизимини ислоҳ қилишни чуқурлаштириш ва барқарорлигини таъминлаш, банкларнинг капиталлашув даражаси ва депозит базасини ошириш, уларнинг молиявий барқарорлиги ва ишончилигини мустаҳкамлаш макроиктисодий барқарорликни янада мустаҳкамлаш ва юқори иқтисодий ўсиш суръатларини сақлаб қолишнинг зарурий шартларидан бири сифатида белгилаб берилганлиги банк тизимини ривожлантиришнинг сифат жиҳатдан янги босқичга олиб чиқиш заруриятини юзага келтиради¹³⁷.

Ҳаракатлар стратегиясида банк тизими олдида қўйилган вазифаларнинг ижросини таъминлаш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 12 сентябрдаги ПҚ-3270-сонли “Республика банк тизимини янада ривожлантириш ва барқарорлигини оширишга доир чора-тадбирлар тўғрисида”ги ва 2017 йил 13 сентябрдаги ПҚ-3272-сонли “Пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги қарорлари қабул қилинди.

Мазкур Қарорларда мамлакат банк тизимини ривожлантириш бўйича аниқ чора-тадбирлар белгилаб берилган. Шунингдек, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 13 сентябрдаги ПҚ-3272-сонли “Пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштиришга оид чора-тадбирлар тўғрисида”ги қарорида инфляцион таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш вазифаси қўйилди.

2-жадвал

Ўзбекистон Республикасида макроиктисодий монетар индикаторлар¹³⁸

Кўрсаткичлар	Йиллар				
	2013	2014	2015	2016	2017
Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси, %	12,0	10,0	9,0	9,0	14,0
Тижорат банкларининг сўмда берилган кредитларининг ўртача йиллик фоиз ставкаси, %	13,0	12,5	11,4	11,5	18,5
Инфляциянинг йиллик даражаси, %	6,8	6,1	5,6	5,7	14,4
Тижорат банклари кредитлари, трлн. сўм	26,5	34,8	42,7	53,4	108,5
Тижорат банклари депозитлари, трлн. сўм	26,1	28,5	35,6	44,6	58,7
Тижорат банклари капитали, трлн. сўм	6,5	6,9	7,8	9,4	23,7

2-жадвал маълумотларидан кўринадики, 2017 йилда олдинги йилларга нисбатан Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасини, тижорат

¹³⁷ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли фармони. Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида//Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами. – Тошкент, 2017. – № 6 (766). – 32-б.

¹³⁸ Жадвал муаллифлар томонидан www.cbu.uz сайти маълумотлари асосида тузилган.

банкларининг сўмда берилган кредитларининг ўртача йиллик фоиз ставкасини ва инфляция даражасини кескин ошиб кетиши юз берди. Бу эса, миллий иқтисодиёт ривожига нисбатан салбий таъсирни юзага келтиради.

Шуни алоҳида эътироф этиш жоизки, Марказий банк томонидан амалга ошириладиган пул-кредит сиёсатини такомиллаштириб борилиши ҳамда банк тизимини давлат томонидан молиявий қўллаб-қувватланиши мамлакат банк тизимининг барқарорлигини таъминлашда муҳим роль ўйнади. Хусусан, пул-кредит сиёсатини такомиллаштиришга қаратилган чора-тадбирларнинг натижаси ўлароқ, инфляция даражасини кескин пасайтиришга муваффақ бўлинди. 1994 йилда инфляциянинг йиллик даражаси 1132 фоиз бўлган бўлса (ҳақиқий гиперинфляция), 1997 йилда ушбу кўрсаткич 27,6 фоизни ташкил этди. Бундан ташқари, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1994 йил 13 июндаги 362-сонли “Ўзбекистон Республикаси банк тизимини ривожлантиришни молиявий қўллаб-қувватлаш чора-тадбирлари тўғрисида”ги ва 1995 йил 9 ноябрдаги “Ўзбекистон банк тизимини ривожлантиришнинг комплекс дастурини амалга оширишга доир чора-тадбирлари тўғрисида”ги қарорларига мувофиқ, тижорат банкларини 1997 йилнинг 31 декабрига қадар солиқ тўловларидан озод қилиниши уларнинг моддий-техника базасини мустаҳкамлаш, замонавий ахборот-коммуникация технологиялари билан таъминлаш имконини берди.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Ҳукуматга тегишли пул маблағларидан, масалан, Давлат бюджети маблағларидан муомаладаги пул массасини тартибга солишда фойдаланади. Давлат бюджети даромадларини келиб тушиш вақти билан бюджет харажатларини молиялаштириш вақти ўртасидаги фарқ туфайли маълум миқдордаги пул маблағларини тўпланиши юз беради. Марказий банк ана шу пул маблағларидан вақтинчалик фойдаланади. Германия Марказий банки, яъни Бундесбанк амалиётида ушбу пул маблағлари муомаладаги пул массасини бошқаришнинг “нозик воситаси” деб аталади.

Марказий банк тижорат банкларининг “Ностро” вакиллик ҳисобрақамларидаги ортиқча пул маблағларини ўзининг депозит ҳисобрақамларига жалб этиш йўли билан банк тизимининг ликвидлигига ва тижорат банкларининг кредитлаш имкониятига сезиларли даражада таъсир кўрсатади.

Шуниси муҳимки, Марказий банкнинг депозит сиёсати қайта молиялаш ва очик бозор сиёсатлари билан уйғунликда олиб борилса катта самара бериши мумкин. Аммо республикада мазкур инструментлар ўртасидаги уйғунликни таъминлашнинг ҳозирча имкони йўқ. Бунинг сабаби шундаки, Марказий банк томонидан тижорат банкларига ломбард кредитлари бериш амалиёти мавжуд эмас. Бунинг устига, Марказий банкнинг очик бозор операциялари амалга оширилмаяпти.

Марказий банкнинг монетар сиёсати тижорат банкларининг кредитлаш салоҳиятига ҳам ижобий, ҳам салбий таъсир кўрсатмоқда. Шу сабабли, қатор

хорижий давлатлар тажрибасини монетар сиёсат аниқ йўналтирилган рестрикцион ёки экспансионистик мазмунга эга бўлиши лозим. Хусусан, АҚШ ФЗТнинг тажрибаси кўрсатдики, иқтисодий ўсишни рағбатлантириш ва банк тизимининг ликвидлигини таъминлаш мақсадида ноллик ҳисоб ставкаси қўлланилмоқда. Бу эса, биринчидан, тижорат банкларининг ликвидлилигига ижобий таъсир кўрсатади ва уларни кредитлаш имкониятини оширишга хизмат қилади; иккинчидан, тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкаларини ошишига ва натижада хўжалик юритувчи субъектларининг тижорат банклари кредитларидан фойдаланиш даражасини ошириш имконин беради.

Шуниси характерлики, республикамизда иқтисодиётнинг пул маблағлари билан таъминланганлик даражаси билан тижорат банкларининг кредит экспансияси ўртасида икки томонлама алоқадорлик мавжуд. Мазкур алоқадорликнинг моҳияти шундаки, бир томондан, тижорат банклари кредит экспансияси кўламининг кенг эмаслиги (кредитларнинг ЯИМга нисбатан даражаси билан ўлчанади) иқтисодиётнинг пул маблағлари билан таъминланганлик даражасини оширишга тўсқинлик қилса, иккинчи томондан иқтисодиётнинг пул маблағлари билан таъминланганлик даражасининг паст эканлиги тижорат банклари фаолятидаги кредит rischi даражасининг юқори бўлишига сабаб бўлмоқда. Бунинг сабаби шундаки, хўжалик юритувчи субъектлар томонидан етказиб берилган товарлар ва кўрсатилган хизматлар ҳақини ўз вақтида тўланмаслиги уларнинг пул оқими барқарорлигига салбий таъсир кўрсатмоқда.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 13 сентябрдаги ПҚ-3272-сонли қарорида пул-кредит сиёсатининг ликвидлиликни бериш ва жалб қилиш операциялари бўйича қўлланилаётган фоизли инструментлардан фойдаланишни кенгайтириш, мажбурий захира меъёрларини қўллашни такомиллаштириш талаблари ўз аксини топган.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 2 сентябрдаги ПФ-5177-сонли “Валюта сиёсатини либераллаштириш бўйича биринчи навбатдаги чора-тадбирлар тўғрисида”ги фармонида пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш бўйича қуйидаги устувор йўналишлар белгиланган:

– миллий валютанинг чет эл валютасига нисбатан курсини белгилашда фақат бозор механизмларини қўллаш;

– миллий валютанинг барқарорлигини таъминлашга қаратилган қатъий монетар сиёсатни амалга ошириш, бу борада монетар инструментлардан фаол ва мослаштирилган ҳолда фойдаланиш, давлат қимматли қоғозлари бозорини ривожлантириш, шунингдек, очик бозорда операциялар ҳамда давлат қимматли қоғозларини банклар ликвидлилигига гаровга бериш бўйича операцияларни амалга оширишни амалиётга жорий этиш;

– монетар ва фискал сиёсатни мувофиқлаштириш ҳамда Давлат бюджетининг мутаносиблигини таъминлаш орқали пул массаси ҳаддан зиёд ўсишининг олдини олиш.

Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясида белгиланган вазифаларни бажариш мақсадида монетар сиёсатни такомиллаштириш бўйича чоратadbирлар амалга оширилди. Ана шундай тадбирлардан бири бўлиб, Марказий банкнинг мажбурий захира сиёсатининг такомиллаштирилганлиги ҳисобланади.

Ушбу такомиллаштирилган тартиб 2018 йилнинг 1 октябридан бошлаб амалиётга жорий этилди.

3-жадвал

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг мажбурий захира ставкалари¹³⁹

Мажбурий захира талабномаси қўлланиладиган объект	Депозитларнинг муддати	Мажбурий захира ставкалари
Юридик ва жисмоний шахсларнинг миллий валютадаги депозитлари	2 йилдан ортиқ	0 %
	1 йилдан 2 йилгача	2 %
	Бошқа депозитлар	4 %
Юридик ва жисмоний шахсларнинг хорижий валютадаги депозитлари	2 йилдан ортиқ	0 %
	1 йилдан 2 йилгача	7 %
	Бошқа депозитлар	14 %

3-жадвал маълумотларидан кўринадики, Марказий банк мажбурий захира ставкаларини ўрнатишда асосий эътиборини депозитларнинг муддатига қаратган. Бу эса, мажбурий захира сиёсати орқали тижорат банкларининг узок муддатли депозит базасини шакллантириш жараёнини қўллаб-қувватлаш имконини беради.

Монетар сиёсатни такомиллаштириш борасидаги муҳим тадбирлардан бири бўлиб, давлат қимматли қоғозлари муомаласининг йўлга қўйилганлиги ҳисобланади. 2019 йилнинг 27 февраль куни Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан Молия вазирлиги билан биргаликда Ўзбекистон Республикаси Валюта биржасида муомала даври 12 ой бўлган 1 млн. сўм номинал қийматга эга бўлган умумий ҳажми 40 млрд сўм бўлган 40 минг дона давлат қимматли қоғозларини жойлаштириш бўйича аукцион савдолари ўтказилди.

Аукционда 4 та дилер иштирок этгани ҳолда, улар томонидан 83,3 млрд. сўм ҳажмдаги 82 минг дона облигацияларни сотиб олиш учун буюртманомалар таклиф этилди.

Аукционда 40 минг дона облигация 40,7 млрд. сўм қийматида жойлаштирилди.

Ҳукумат облигацияларини сўндириш куни 2020 йил 27 февраль бўлиб, уларни сўндиришнинг умумий ҳажми 46 млрд. сўмни ташкил этади.

¹³⁹ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқарувининг 2017 йил 17 августдаги Тижорат банкларининг Марказий банкда депозитга ўтказиладиган мажбурий резервларини ҳисоблаш ва депозитга ўтказиш тартиби ҳамда меъёрларга ўзгартириш киритиш тўғрисидаги қарори. www.cbu.uz.

Ҳукумат облигацияларининг ўртача тортилган даромадлилиги 12,98 фоизни ташкил этди, бунда минимал даромадлилик даражаси 12,86 фоизни, чегириш нарх бўйича максимал даромадлилик даражаси 13,01 фоизни ташкил этди.

7.3-§. Монетар сиёсатнинг 2019 йил ва 2020-2021 йилларга мўлжалланган асосий йўналишлари

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан 2018 йилда монетар сиёсатнинг 2019 ва 2020-2021 йилларга мўлжалланган асосий йўналишлари ишлаб чиқилди.

Монетар сиёсатнинг 2019 – 2021 йилларга мўлжалланган асосий йўналишлари:

1. Марказий банк томонидан 2019-2021 йилларда банк тизимидаги ликвидлилик ҳажмини мақбул даражада ушлаб туриш, ликвидлиликнинг таркибий профицити ёки дефицитига йўл қўймасликка қаратилган позицияни сақлаб қолиш.

2. Монетар сиёсатнинг амалдаги мавжуд инструментлари (интервенция, қайта молиялаш ставкаси, мажбурий захиралаш, Марказий банк кредитлари) етарли эмаслиги, уларнинг самарадорлиги пастлиги ҳамда банк тизимидаги ликвидлиликка ўз вақтида таъсир кўрсатиш имкониятлари чекланганлигини ҳисобга олиб, уларни қўллаш стратегияси услубларини қайта қўриб чиқиш.

Марказий банк ликвидлиликни бошқариш бўйича ўзининг қуйидаги фоизли инструментларини таклиф этаяпти (4-жадвал)

4-жадвал

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан таклиф этилаётган фоизли инструментлар

Операция турлари	Мақсад	Шакли	Муддати	Амалга оширилиши
Асосий операциялари	Ликвидлилик ҳажмини бошқариш	Депозит аукционлари, своп, репо аукционлар	2 ҳафта/1 ой	Ҳар ҳафта/заруратга қараб
Доимий операциялари	Фоиз коридорининг қуйи ва юқори чегарасини белгилаш	Овернайт кредитлари, валюта своплари, депозитлар (аукцион орқали)	1 кундан 6 кунгача (ёки 1 ҳафта)	Ҳар куни/заруратга қараб
Узоқроқ муддатли операциялари	Ўрта муддатда ликвидлиликни бошқариш	Облигациялар, кредитлар	1,3,6 ойлик, йилик	Заруратга қараб

3. Монетар сиёсатнинг трансмиссион механизми самарадорлигини ошириш.

Бунда, инфляцион таргетлаш режимига ўтишда фоиз каналининг муҳимлигини инобатга олган ҳолда Марказий банк трансмиссион механизмнинг мазкур каналини ривожлантиришга асосий эътибор қаратади.

4. Ички валюта бозоридаги турли хил спекулятив омилларнинг миллий валюта алмашув курси динамикасига таъсирини камайтириш мақсадида иқтисодиётда долларлашув ҳажмини камайтириш ва сўм алмашув курсининг эркин бозор шароитида талаб ва таклиф доирасида шаклланишини сақлаб қолиш.

2019 йилда асосий капиталга йўналтирилаётган инвестициялар ҳажмининг ошиши, халқаро пул ўтказмалари орқали валюта тушумларининг ўсиши ҳамжада энг кам иш ҳақи, бюджет ташкилотлари ходимлари иш ҳақлари, анфақалар ва бошқа ижтимоий тўловлар миқдорининг инфляция даражасидан кам бўлмаган суръатда оширилиши ҳисобига иқтисодиётда инвестициявий ва истеъмол талабининг 2018 йилдагидек юқори даражада шаклланиши кутилмоқда. Бундай шароитда истеъмол талаби динамикаси инфляцияга оширувчи босим кўрсатади. Талаб инфляциясини чегаралаш учун мамлакат аҳолисининг жамғарма фаоллигини ошириш, айниқса, узоқ муддатли жамғармаларга инвестицияларни рағбатлантириш керак бўлади¹⁴⁰.

Ўз-ўзини назорат қилиш мақсадида берилган саволлар

1. Ўзбекистонда монетар сиёсатни ислоҳ қилиш босқичларига хос қанадй хусусиятларни биласиз?

2. Марказий банкнинг қайта молиялаш сиёсати хос бўлган қандай хусусиятлар мавжуд?

3. Марказий банкнинг мажбурий захира сиёсати хос бўлган хусусиятлар қайси?

4. Нима учун Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг очиқ бозор операциялари мавжуд эмас?

5. Глобал молиявий-иқтисодий инқироз даврида Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг монетар сиёсатида қандай ўзгаришлар содир бўлди?

6. Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси билан инфляция даражаси ўртасида қандай алоқадорлик мавжуд?

7. Монетар сиёсатнинг 2019-2021 йилларга смўлжалланган асосий йўналишлари нималардан иборат.

¹⁴⁰ Монетар сиёсатнинг 2019 йил ва 2020-2021 йиллар даврига мўлжалланган асосий йўналишлари (92-б). www.cbu.uz.

VIII-БОБ. МАКРОИҚТИСОДИЙ ВА МОЛИЯВИЙ БАРҚАРОРЛИКНИ МУСТАҲКАМЛАШДА МОНЕТАР СИЁСАТНИНГ АҲАМИЯТИ

8.1-§. Монетар сиёсатнинг макроиқтисодий ўсиш суръатларининг барқарорлигини таъминлашдаги аҳамияти

Монетар сиёсат мамлакат ялпи ички маҳсулотининг (ЯИМ) барқарор ўсишини таъминлашда, миллий банк тизимидаги ликвидлилик муаммосини ҳал қилишда ва инфляцияни жиловлашда муҳим ўрин тутadi. Айниқса, дунёнинг кўплаб мамлакатларида молиявий инқироз давом этаётган ҳозирги шароитда монетар сиёсатни такомиллаштириш муҳим аҳамият касб этади.

Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А.Каримов эътироф этганларидек, “дунёнинг кўплаб етакчи мамлакатларида давлат қарзи ва миллий бюджетлар тақчиллиги муаммоси деярли ҳал этилмасдан қолмоқда, реал иқтисодиётда ишлаб чиқариш пасайиб бормоқда, жаҳон бозорида харид талабининг камайиши давом этмоқда, ишсизлик даражаси юқорилигича қолмоқда, ижтимоий кескинлик кучаймоқда”¹⁴¹.

Монетар сиёсатнинг макроиқтисодий ўсиш суръатларининг барқарорлигини таъминлашдаги аҳамияти, аввало, миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш ва инфляция даражасининг ошишига йўл қўймасликда намоён бўлади.

Миллий валютанинг қадрсизланиш суръатининг юқори эканлиги импортнинг қимматлашишига олиб келади ва бунинг натижасида инвестиция меъёрининг пасайиши юз бериши мумкин. Ўз навбатида, инвестиция меъёрининг пасайиши ялпи ички маҳсулотнинг ўсиш суръатини пасайишига ва айрим ҳолларда иқтисодиётни рецессия ҳолатига тушиб қолишига олиб келади.

Миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш Ўзбекистон иқтисодиётини ривожлантиришнинг замонавий инновацион ривожлантириш мақсадида долзарб масалалардан бири бўлиб турибди. Хусусан, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли фармони билан тасдиқланган “Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси”да илғор халқаро тажрибада қўлланиладиган инструментлардан фойдаланган ҳолда пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш, валютани тартибга солишда замонавий бозор механизмларини босқичма-босқич жорий этиш ва миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш макроиқтисодий барқарорликни янада мустаҳкамлаш ва юқори иқтисодий ўсиш суръатларини сақлаб қолишнинг зарурий шартларидан бири сифатида белгилаб берилган¹⁴².

¹⁴¹ Каримов И.А. Бош мақсадимиз – кенг қўламли ислохотлар ва модернизация йўлини қатъият билан давом эттириш. – Тошкент: Ўзбекистон, 2013. - Б. 19.

¹⁴² Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли фармони. Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида//Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами. – Тошкент, 2017. – № 6 (766). – 32-б.

Шунингдек, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 2 сентябрдаги ПФ-5177-сонли “Валюта сиёсатини либераллаштириш бўйича биринчи навбатдаги чора-тадбирлар тўғрисида”ги фармонида миллий валютанинг чет эл валютасига нисбатан курсини белгилашда фақатгина бозор механизмларини қўллаш ҳамда миллий валютанинг барқарорлигини таъминлашга қаратилган қатъий монетар сиёсатни амалга ошириш валюта бозорини янада либераллаштириш соҳасидаги давлат иқтисодий сиёсатининг устувор йўналишлари сифатида эътироф этилган¹⁴³.

1-жадвал

Ўзбекистон Республикасида экспорт-импорт ҳажми ва миллий валютанинг АҚШ доллариға нисбатан йиллик қадрсизланиш суръати¹⁴⁴

Кўрсаткичлар	2012й.	2013й.	2014й.	2015й.	2016й.
Экспорт ҳажми, млрд. сўм	14,3	15,1	14,1	12,5	12,6
Импорт ҳажми, млрд. сўм	12,0	13,8	13,9	11,8	12,1
Сўмнинг 1 АҚШ доллариға нисбатан алмашув курси, сўм	1984,00	2202,20	2422,40	2810,00	3231,48

1-жадвалда келтирилган маълумотлардан кўринадикки, 2012-2013 йилларда республикаимизда экспортнинг ҳам, импортнинг ҳам ҳажмини ўсиш суръати кузатилган. Мазкур даврда миллий валютанинг АҚШ доллариға нисбатан юқори қадрсизланиш суръати кузатилган (11,0%).

1-жадвал маълумотларидан кўринадикки, 2013-2015 йилларда экспорт ҳажмининг пасайиш тенденцияси кузатилган. Ҳолбуки, ушбу даврда сўмнинг АҚШ доллариға нисбатан юқори қадрсизланиш суръати кузатилган. Демак. Ушбу девальвация экспортни рағбатлантиришга хизмат қилмаган.

2014-2015 йилларда импорт ҳажмининг сезиларли даражада қисқариши кузатилган. Бунда эса, миллий валютанинг қадрсизланиши муҳим роль ўйнаган. Чунки, мазкур даврда сўмнинг АҚШ доллариға нисбатан қадрсизланиш суръати 16,0 фоизни ташкил этган ва бунинг натижасида импорт сезиларли даражада қимматлашган.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 2 сентябрдаги ПФ-5177-сонли “Валюта сиёсатини либераллаштириш бўйича биринчи навбатдаги чора-тадбирлар тўғрисида”ги фармонига мувофиқ, 2017 йилнинг 5 сентябридан бошлаб республикаимизнинг юридик шахсларига жорий

¹⁴³ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 2 сентябрдаги ПФ-5177-сонли “Валюта сиёсатини либераллаштириш бўйича биринчи навбатдаги чора-тадбирлар тўғрисида”ги фармони//Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами. – Тошкент, 2017. – №36 (796). – 945-модда.

¹⁴⁴ Жадвал Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитасининг маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

халқаро операциялар бўйича тўловларни амалга ошириш учун тижорат банкларида чет эл валютасини чекловларсиз сотиб олиш жорий қилинди¹⁴⁵.

Шунингдек, Мазкур Фармонда белгиланган миллий валютанинг чет эл валютасига нисбатан курсини белгилашда фақатгина бозор механизмларини қўллаш тўғрисидаги талабдан келиб чиққан ҳолда, сўмнинг 1 АҚШ долларига нисбатан номинал алмашув курси 8100,00 сўм қилиб белгиланди. Бу эса, бунгача амал қилган алмашув курсидан қарийб икки баробар юқоридир. Натижада, иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарининг импортни тўлаш ва хорижий валюталардан олинган банк кредитларини қайтариш билан боғлиқ бўлган харажатларини кескин ошишига олиб келди. Оқибатда, импорт ҳажмини қисқариши ва хорижий валютадаги кредитларни қайтара олмаслик эҳтимоли кучайди.

Эътироф этиш жоизки, инфляцион таргетлаш режимига ўтиш масаласи кун тартибига қўйилиши билан Марказий банкнинг курс сиёсатини такомиллаштиришнинг долзарблиги янада ошди. Бунинг сабаби шундаки, инфляцион таргетлаш режимига ўтилгандан сўнг монетар сиёсатнинг янги индикатори, яъни инфляциянинг мақсадли кўрсаткичи пайдо бўлади. Бундай шароитда монетар сиёсатнинг амалдаги индикаторларидан фойдаланиш амалиёти қандай ўзгаради, деган жиддий масала юзага келади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 13 сентябрдаги ПҚ-3272-сонли “Пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштиришга оид чора-тадбирлар тўғрисида”ги қарорида инфляцион таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш вазифаси қўйилган¹⁴⁶.

Монетар сиёсатнинг 2017 йилга мўлжалланган асосий йўналишларида 2016 йилда курс сиёсати маҳаллий ишлаб чиқарувчиларнинг ташқи ва ички бозорлардаги рақобатбардошлигини мустаҳкамлашга қаратилганлиги ҳамда ушбу мақсадга эришишда 2016 йил давомида сўмнинг АҚШ долларига нисбатан алмашув курсини босқичма-босқич девальвация қилиб борилганлиги эътироф этилган¹⁴⁷.

Аммо сўмнинг АҚШ долларига нисбатан девальвация суръати 2016 йилда 15 фоизни ташкил этган. Бу эса, юқори даражадаги кадрсизланиш суръати бўлиб, импортнинг сезиларли даражада қимматлашишига олиб келди.

Қатъий белгиланган алмашув курсини жорий қилиш маълум даражада инфляцияни жиловлаб туриш имконини беради, аммо унинг мослашувчан бўлмаганлиги сабабли инфляцияни пасайиш суръатлари секин кечади. Агар

¹⁴⁵ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 2 сентябрдаги ПФ-5177-сонли “Валюта сиёсатини либераллаштириш бўйича биринчи навбатдаги чора-тадбирлар тўғрисида”ги фармони//Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами. – Тошкент, 2017. – №36 (796). – Б. 55.

¹⁴⁶ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 13 сентябрдаги ПҚ-3272-сонли “Пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштиришга оид чора-тадбирлар тўғрисида”ги қарори. Ўзбекистон Республикаси Қонун ҳужжатлари маълумотлари миллий базаси. Норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар расмий эълон қилиш бўлими. www.lex.uz.

¹⁴⁷ Монетар сиёсатнинг 2017 йилга мўлжалланган асосий йўналишлари//Бозор, пул ва кредит. – Тошкент, 2017. – №1. – 22-б.

мамлакатда миллий валютанинг номинал алмашув курси хорижий валютага нисбатан қатъий белгилаб қўйилган бўлса, у ҳолда, инфляция даражасини мамлакатнинг асосий савдо шериклари бўлган мамлакатлардагига нисбатан юқори бўлиши миллий валютанинг реал алмашув курсини ошишига олиб келади. Бундай шароитда меҳнат унумдорлигининг тегишли равишда ошмаслиги мамлакат корхоналарининг ташқи рақобатбардошлигига жиддий путур етказди ва иқтисодий ўсиш суръатининг секинлашишига олиб келади. Халқаро амалиётда айнан шундай ҳолат 1996 йилнинг охирида Чехия Республикасида кузатилди. Ушбу ҳолатнинг сабаблари ўрганилганда шу нарса маълум бўлдики, Чехияда реал иш ҳақининг ўсиш суръати меҳнат унумдорлигининг ўсиш суръатидан юқори бўлди, экспорт соҳасида қийинчиликларнинг юзага келиши натижасида мамлакат ҳукумати миллий валютани девальвация қилишга мажбур бўлди.

Давлат бюджети дефицитининг юқори даражада бўлиши (бюджет дефицитининг ЯИМга нисбатан даражасининг 3 фоиздан ошмаслиги нормал ҳолат ҳисобланади) ва уни Марказий банкнинг кредитлари ҳисобидан қопланиши муомалага товарлар билан таъминланмаган пулларнинг чиқишига, тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкаларини ошишига олиб келади. Натижада инфляция кучайиб, монетар сиёсатнинг самарадорлиги пасаяди.

Ўз навбатида, муомалада пуллар таклифининг кўпайиши инфляция даражасининг ошишига ва, натижада, давлат бюджети харажатларининг ошишига олиб келиши мумкин.

Ф.Мишкиннинг фикрига кўра, умумий ишлаб чиқариш ҳажми ва фоиз ставкаси давлат бюджети харажатлари билан тўғридан-тўғри боғлиқликка, солиқлар билан эса, тескари боғлиқликка эга¹⁴⁸.

8.2-§. Монетар сиёсатнинг банк тизимининг барқарорлигини таъминлашдаги аҳамияти

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2005 йил 15 апрелдаги 56-сонли “Банк тизимини ислоҳ қилиш ва эркинлаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги қарори билан тасдиқланган “2005-2007 йилларда банк тизимини ислоҳ қилиш ва ривожлантириш дастури”нинг муваффақиятли ижроси натижасида пул-кредит сиёсатини такомиллаштиришга, пул айланмасини ташкил қилиш ва тартибга солиш тизимини ривожлантиришга эришилди.

Ўзбекистон Республикаси банк тизимини сифат жиҳатдан янги босқичга олиб чиқишда Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 26 ноябрдаги ПҚ-1438-сонли “2011-2015 йилларда республика молия-банк тизимини янада ислоҳ қилиш ва барқарорлигини ошириш ҳамда юқори

¹⁴⁸ Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. Пер. с англ. – М.: 000 «И.Д.Вильямс», 2013. - С. 677.

халқаро рейтинг кўрсаткичларига эришишнинг устувор йўналишлари тўғрисида”ги қарори ҳал қилувчи роль ўйнади.

Мазкур Қарорга мувофиқ, мамлакат банк тизимини ривожлантириш бўйича аниқ ва муҳим вазифалар белгиланди. Хусусан:

- * “Хусусий банклар ва молия институтлари ҳамда улар фаолиятининг кафолатлари тўғрисида”ги, “Кредит ахборотлари алмашинуви тўғрисида”ги ва “Гаров реестри тўғрисида”ги қонунларнинг лойиҳасини тайёрлаш;

- * “Мудис”, “Стандарт энд Пурс”, Фитч Рейтингс” халқаро рейтинг агентликлари томонидан қўлланиладиган меъёрлар, мезонлар ва стандартлар асосида республика тижорат банклари фаолиятини баҳолашни жорий этиш;

- * 2011 – 2015 йилларда мамлакат тижорат банклари капиталини 2,1 мартага, депозитлари ҳажмини 2,5 мартага, банкларнинг узок муддатли инвестицион кредитлари ҳажмини 2,8 мартага ошириш;

- * Базель қўмитасининг банк назоратига оид бўлган янги талабларини амалиётга жорий этиш;

- * тижорат банклари активларининг сифатини ошириш;

- * рискларни баҳолаш тизимини такомиллаштириш каби муҳим вазифалар қўйилди¹⁴⁹.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли фармони билан тасдиқланган “Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси”да банк тизимини ислоҳ қилишни чуқурлаштириш ва барқарорлигини таъминлаш, банкларнинг капиталлашув даражаси ва депозит базасини ошириш, уларнинг молиявий барқарорлиги ва ишончлилигини мустаҳкамлаш мамлакат иқтисолдиётини ривожлантиришнинг зарурий шартлари сифатида эътироф этилган¹⁵⁰.

Шунингдек, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 9 январдаги ПФ-5296-сонли “Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг фаолиятини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ни фармонига мувофиқ, банк тизими барқарорлиги ва ривожланишини таъминлаш Марказий банк фаолиятининг стратегик мақсадларидан бири сифатида белгилаб берилди.

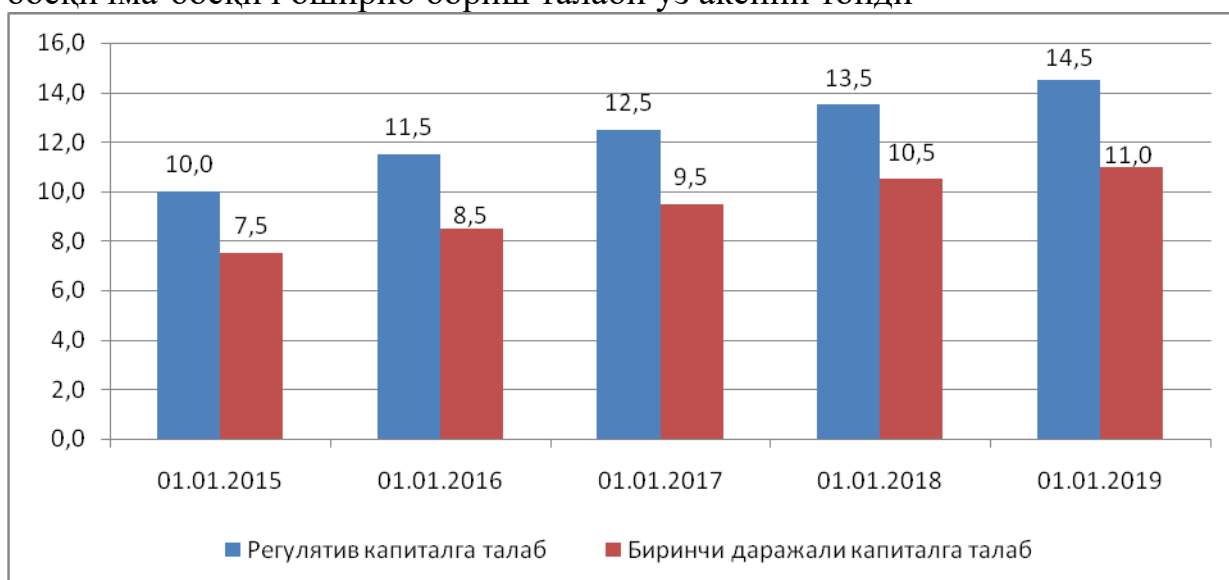
Мажбурий захира ставкаларини тижорат банкларининг ўрта ва узок муддатли депозитларига нисбатан паст даражада ўрнатилиши банкларнинг ўрта ва узок муддатли ресурслар жалб этиш имкониятини сезиларли даражада оширади. Шу жиҳатдан олганда, Марказий банкнинг мажбурий захира ставкаларини табақалаштирилиши банкларнинг инвестицион

¹⁴⁹ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 26 ноябрдаги ПҚ-1438-сонли “2011-2015 йилларда республика молия-банк тизимини янада ислоҳ қилиш ва барқарорлигини ошириш ҳамда юқори халқаро рейтинг кўрсаткичларига эришишнинг устувор йўналишлари тўғрисида”ги қарори//Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами. – Тошкент, 2010. – №48. – 4-6-бетлар.

¹⁵⁰ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли фармони. Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида//Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами. – Тошкент, 2017. – № 6 (766). – 32-б.

фаолллигини ошириш нуқтаи-назаридан муҳим амалий аҳамиятга эга бўлган тадбир ҳисобланади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 6 майдаги ПҚ-2344-сонли “Тижорат банкларининг молиявий барқарорлигини янада ошириш ва уларнинг ресурс базасини ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги қарорида белгиланган Базель қўмитасининг банк назорати бўйича янги талабларини мамлакат банк амалиётига жорий этиш вазифасини бажариш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг 2015 йил 13 июндаги 14/3-сонли (Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2015 йил 6 июлдаги 2693-сонли рақам билан рўйхатга олинган) “Тижорат банклари капиталининг монандлигига қўйиладиган талаблар тўғрисидаги Низомни тасдиқлаш ҳақида”ги йўриқномаси қабул қилинди. Ушбу йўриқномада республикада тижорат банклари регулятив капиталининг етарлилигига нисбатан белгиланган минимал талабларни босқичма-босқич ошириб бориш талаби ўз аксини топди



1-расм. Ўзбекистон Республикаси тижорат банклари регулятив капиталининг етарлилигига нисбатан белгиланган минимал талабларни босқичма-босқич ошириб бориш талаби¹⁵¹

1-расмда келтирилган маълумотлардан кўринадик, Ўзбекистон Республикаси тижорат банкларининг регулятив капиталига ва биринчи даражали капиталига нисбатан белгиланган минимал талаблар 2015 йилнинг 1 январидан бошлаб 2019 йилнинг 1 январига қадар бўлган даврда босқичма-босқич ошириб борилади. Ушбу жараёнда, айниқса, биринчи даражали капиталнинг етарлилигига нисбатан белгиланган минимал талаб сезиларли даражада оширилади.

¹⁵¹ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқарувининг 2015 йил 13 июндаги 14/3-сонли (Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2015 йил 6 июлда 2693-рақам билан рўйхатдан ўтказилган) “Тижорат банклари капиталининг монандлигига қўйиладиган талаблар тўғрисидаги Низомни тасдиқлаш ҳақида”ги қарори//Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами. – Тошкент, 2015. - №27.- 27-б.

2013-2016 йилларда республикамиз тижорат банкларининг регулятив капитали миқдори ўсиш тенденциясига эга бўлган. Бунинг устига, мазкур давр мобайнида тижорат банклари регулятив капиталининг етарлилик даражаси Базель стандарти талабларидан қарийб 3 баробар юқори бўлган. Мазкур ҳолатлар тижорат банкларининг капиталлашиш даражасини ошириш нуқтаи-назаридан ижобий ҳисобланади.

Шу ўринда таъкидлаш жоизки, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан 2016 йилнинг 1 январидан бошлаб, тижорат банкларига нисбатан ликвидлиликни қоплаш меъёри коэффициентининг жорий этилганлиги уларнинг молиявий барқарорлигини мустаҳкамлаш йўлидаги муҳим қадамлардан бири бўлди.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг 2015 йил 22 июлдаги 19/14-сонли (Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2015 йил 13 августда 2709-сонли рақам билан рўйхатга олинган) “Тижорат банкларининг ликвидлигини бошқаришга қўйиладиган талаблар тўғрисидаги Низомни тасдиқлаш ҳақида”ги йўриқномасига асосан ликвидлиликни қоплаш меъёри коэффициенти амалиётга жорий этилди.

Таъкидлаш жоизки, юқорида қайд этилган ижобий жиҳатлар билан бирга, республикамиз тижорат банкларининг капиталлашиш даражасини ошириш ва молиявий барқарорлигини мустаҳкамлаш борасида ечимини қутаётган долзарб муаммолар мавжуд. Ана шундай долзарб муаммолардан бири – бу Марказий банкнинг мажбурий захира талабномаларини тижорат банкларининг молиявий барқарорлигига нисбатан салбий таъсир кўрсатаётганлигидир.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг мажбурий захира ставкаларининг нисбатан юқори эканлиги ва захира ажратмалари суммасини банкларнинг вакиллик ҳисобварақларидан олиб қўйиладиганлиги уларнинг молиявий барқарорлигига салбий таъсир кўрсатмоқда. Ҳолбуки, тараққий этган мамлакатларда Марказий банкларнинг мажбурий захира ставкалари паст бўлиб, захира ажратмалари суммаси банкларнинг “Ностро” вакиллик ҳисобварағида сақланади.

Тижорат банклари регулятив капитали таркибининг барқарорлигини таъминланмаганлиги бу борадаги долзарб муаммолардан яна бири ҳисобланади. Муаммонинг моҳияти шундаки, девальвация захираси республикамиз тижорат банкларининг биринчи даражали капитали таркибига киритилган. Ҳолбуки, Базель стандартига кўра, девальвация захирасини тижорат банкларининг регулятив капиталининг таркибига киритиш умуман мумкин эмас.

Миллий валютанинг қадрсизланиш суръати нисбатан юқори бўлган мамлакатларда, шу жумладан, Ўзбекистонда девальвация захирасини банкларнинг балансида катта миқдорда тўпланиши кузатилади.

Девальвация захираси миллий валютанинг хорижий валюталарга нисбатан қадрсизланиши натижасида юзага келадиган маблағ бўлиб,

барқарор молялаштириш манбаи ҳисобланмайди. Шу сабабли, унинг регулятив капитал таркибидаги миқдорининг ортиши банкнинг молиявий барқарорлик даражасининг пасайишига олиб келади.

2013-2015 йилларда республикамиз тижорат банклари регулятив капитали миқдорининг номинал ялпи ички маҳсулотга нисбатан даражаси пасайиш тенденциясига эга бўлди. 2016 йилда эса, ушбу кўрсаткичнинг 2015 йилга нисбатан сезиларсиз даражада ўсиши кузатилган. Бунинг устига, таҳлил қилинган давр мобайнида тижорат банкларининг регулятив капиталини макродаражада етарли бўлмаганлиги кузатилган. Чунки, тижорат банкларининг регулятив капитали макродаражада етарли бўлиши учун регулятив капиталнинг номинал ялпи ички маҳсулотга нисбатан даражаси 6 фоиздан кам бўлмаслиги лозим.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 6 майдаги ПҚ-2344-сонли “Тижорат банкларининг молиявий барқарорлигини янада ошириш ва уларнинг ресурс базасини ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги қарорига асосан, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан Ўзбекистон Банклар уюшмаси ва тижорат банклари билан биргаликда комплекс чора-тадбирлар мажмуи ишлаб чиқилдики, унда халқаро меъёр ва стандартларга мувофиқ, шу жумладан, депозит ва кредит сиёсати соҳасида республика банкларига нисбатан қўйилаётган меъёрий талабларни янада такомиллаштириш, тижорат банклари ресурс базасини мустаҳкамлаш, омонат ва депозитларнинг янги жозибадор турларини жорий қилиш йўли билан аҳоли ва хўжалик юритувчи субъектларнинг бўш пул маблағларини банк айланмасига кенг қўламда жалб этиш чора-тадбирларини амалга ошириш, етакчи хорижий банклар ва молия институтларида бошқарувни ташкил этиш тизимини чуқур ўрганиш асосида тижорат банкларида корпоратив бошқарув усуллари, шу жумладан, хатарларни бошқариш ва ички назоратни яхшилаш усуллари такомиллаштириш¹⁵² каби аниқ вазифалар қўйилди.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 12 сентябрдаги ПҚ-3270-сонли “Республика банк тизимини янада ривожлантириш ва барқарорлигини оширишга доир чора-тадбирлар тўғрисида”ги қарорида ҳар чоракда банкнинг ликвидлилик позицияларини турли сценарийлар асосида стресс-тестлашни амалга ошириш, банкнинг активларини таркибини ва кредит портфели ҳолатини яхшилаш бўйича чоралар кўриш, тасдиқланган кредитларни қатариш графигига қатъий риоя қилиш, тариф сиёсатини оптималлаштириш, кадрларни тайёрлаш, қайта тайёрлаш ва малакасини ошириш тизимини такомиллаштириш талабларининг қўйилганлиги банк тизимининг барқарорлигини таъминлаш борасидаги муҳим омил бўлди.

¹⁵² Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 6 майдаги ПҚ-2344-сонли “Тижорат банкларининг молиявий барқарорлигини янада ошириш ва уларнинг ресурс базасини ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги қарори//Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами. – Тошкент, 2015. - № 18. – 3-4-б.

Марказий банкнинг пул-кредит сиёсатини илғор халқаро тажрибада кенг қўлланиладиган монетар инструментларни қўллаган ҳолда такомиллаштириш тижорат банкларининг кредитлаш амалиётини такомиллаштиришда муҳим ўрин тутди. Бунинг сабаби шундаки, биринчидан, тижорат банклари Маркази й банкдан ҳисоб ва ломбард кредитлари олиш имконига эга бўлишади; иккинчидан, Марказий банкнинг очиқ бозор сиёсати доирасида тижорат банклари қимматли қоғозларни Марказий банкка сотиш йўли билан ўзларининг ликвидлилик даражасини ошириш шароитига эга бўлишади.

Ўз-ўзини назорат қилиш учун берилган саволлар

1. Ўзбекистонда монетар сиёсатни ислоҳ қилиш босқичлари хусусилда нималарни биласиз?
2. Монетар сиёсатнинг Ўзбекистон иқтисодиётининг барқарор ўсишини таъминлашдаги роли нималарда намоён бўлади?
3. Ўзбекистон Республикасининг Фармонлари ва Қарорларида Марказий банкнинг монетар сиёсатини такомиллаштириш бўйича қандай вазифалар белгиланган?
4. Монетар сиёсатнинг банк тизимининг барқарорлигини таъминлашдаги роли нималарда намоён бўлади?
5. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан амалга оширилаётган монетар сиёсат қандай ўзига хос хусусиятларга эга?

IX-БОБ. ИҚТИСОДИЁТНИ МОДЕРНИЗАЦИЯЛАШ ШАРОИТИДА ҲОЗИРГИ ЗАМОН МОНЕТАР СИЁСАТИНИНГ ДОЛЗАРБ МУАММОЛАРИ

9.1-§. Хорижий давлатлар замонавий монетар сиёсатининг долзарб муаммолари

Хорижий давлатлар замонавий монетар сиёсатининг долзарб муаммолари сифатида қуйидагиларни ажратиб кўрсатиш мумкин:

1. Тўлов балансининг жорий операциялар бўлими бўйича йирик миқдордаги дефицитга эга бўлган мамлакатларда миллий валютанинг алмашув курсига нисбатан кучлим босиминг юзага келаётганлиги.

АҚШ иқтисодиёти ривожланишининг энг долзарб муаммоларидан бири бўлиб, тўлов балансининг жорий операциялар бўлимини йирик миқдордаги дефицитга эга эканлиги ҳисобланади. Бу эса, асосан, мамлакат экспорти ва импорти ўртасида катта миқдордаги салбий сальдонинг мавжудлиги билан изоҳланади. Айниқса, АҚШнинг Хитой билан ташқи савдо муносабатларидаги салбий сальдо миқдори йилдан-йилга ошиб бормоқда. Айниқса, Хитой билан ўзаро савдо муносабатларидаги ижобий сальдо суммаси ошиб бормоқда. Бу эса, АҚШ ҳукуматининг норозилигига сабаб бўлмоқда. Чунки, АҚШ ҳукумати Хитойни атайин миллий валюта курсини паст даражада ушлаб туришда айбламоқда. Уларнинг фикрига кўра, Хитой юанининг номинал алмашув курсини АҚШ долларига нисбатан паст даражада ушлаб турилиши Хитойдан АҚШга экспорт қилинаётган товарларнинг рақобатбардошлигини юқори бўлишига сабаб бўлмоқда.

Шунингдек, АҚШ Япония ва Германия билан амалга оширилаётган ташқи савдо операцияларида ҳам салбий сальдога эга.

АҚШ иқтисодиётининг жиддий муаммоларидан яна бири – бу, шубҳасиз, ташқи қарз муаммоси ҳисобланади. 2017 йилнинг 27 сентябрь ҳолатига кўра, АҚШда давлатнинг ташқи қарзи 20 трлн. долларни ташкил этди¹⁵³.

АҚШда давлатнинг ташқи қарзи, асосан, АҚШ ҳукуматининг облигацияларини хорижлик инвесторларга сотиш натижасида шаклланади. 2017 йил сентябрь ойининг сўнггида АҚШ ҳукумати облигацияларининг асосий қисмини Хитой ва Япония инвесторлари харид қилишган. Бунда, уларнинг ҳар бирини сотилган облигацияларнинг умумий ҳажмидаги улуши 19,9 фоизни ташкил этган.

Японияда давлатнинг ташқи қарзини катта эканлиги, давлат бюджети дефицити даражасининг юқори эканлиги Марказий банк томонидан олиб борилаётган монетар сиёсатга таъсир кўрсатмоқда. Бунинг сабаби шундаки, Япония Марказий банки Ҳукумат томонидан чиқарилган қимматли қоғозларга қилинадиган инвестициялар ҳажмини оширишга мажбур бўлмоқда.

¹⁵³ Soveren Debt Around. HowMuch.net.

Шунингдек, Японияда ҳам давлат ташқи қарзининг нисбатан катта эканлиги кузатилмоқда. 2017 йилнинг 27 сентябрь ҳолатига кўра, АҚШда давлатнинг ташқи қарзи қарийб 9 трлн. долларни ташкил этди¹⁵⁴.

Ўз навбатида, Япония Марказий банки миллий валютанинг номинал алмашув курсини ошиб кетишига, яъни иеннинг қадрини ошишига йўл қўймаслик мақсадида валюта интервенциясини амалга оширмоқда. Бу эса, экспортнинг қимматлашишини олдини олади ва мамлакатнинг экспорт салоҳиятига ижобий таъсир кўрсатади.

2. Глобал иқтисодиётда Марказий банкнинг қайта молиялаш операцияларини амалга ошириш муаммолари.

Марказий банкларга векселларни дисконтлаш муддатларини ва қайта ҳисобга олиш контингенти суммалари ўзгартириш ҳуқуқини берилганлиги қайта молиялаш операцияларининг тижорат банклари учун маълум ноқулайликларни юзага келтиради.

Одатда, Марказий банк мамлакатдаги барча тижорат банклари учун қайта ҳисобга олиш контингентини белгилайди. Кейин қайта ҳисобга олиш контингенти суммасини тижорат банклари сонига бўлиш йўли билан битта тижорат банкига тўғри келадиган қайта ҳисобга олиш лимити аниқланади.

Европа Марказий банки (ЕМБ) векселларни қайта ҳисобга олиш операцияларини монетар сиёсат билан иқтисодиётнинг реал сектори ўртасидаги алоқадорликни таъминловчи муҳим операция, деб ҳисоблайди. Шу сабабли, ЕМБ евроҳудуд мамлакатлари Марказий банкларига қайта молиялаш операцияларида тижорат векселларини фойдаланиш учун квотанинг минимал миқдорини белгилаш ҳуқуқини берган.

Тараққий этган мамлакатларда тижорат векселлари муомаласининг ривожланганлиги Марказий банкларга дисконт операциялари орқали муомаладаги пул массасига ва банк тизимининг ликвидлилигига таъсир этиш имконини беради. Масалан, Францияда саноат корхоналари томонидан кредитга сотилган товарларнинг учдан бир қисми тижорат векселлари билан расмийлаштирилади¹⁵⁵.

Ўзбекистон Республикаси амалиётида товарларни кредитга сотиш тушунчаси мавжуд эмас. Товарнинг суммаси қанча муддатга кечиктириб тўланишига қарамасдан унга қўшимча равишда фоиз тўланмайди. Чунки, товар кредитга сотилган ҳисобланмайди. Товарни кредитга сотиш мавжуд эмаслиги сабабли тижорат векселлари ҳам ёзилмайди.

3. Пуллар таклифини назорат қилиш билан боғлиқ бўлган муаммолар.

Марказий банклар монетар сиёсатининг тўрт инструменти – қайта молиялаш сиёсати, очиқ бозор сиёсати, мажбурый захира сиёсати ва валюта сиёсати – пуллар таклифига саамарали таъсир этиш имконини беради. Бироқ,

¹⁵⁴ Sovereign Debt Around. HowMuch.net.

¹⁵⁵ Ширинская З.Г. Операции коммерческих банков и зарубежный опыт. – М.: Финансы и статистика, 1993. – С.117.

шунга қарамасдан тараққий этган мамлакатларда ҳам пуллар таклифини назорат қилиш ҳар доим ҳам кутилган натижани бермаяпти.

Муаммонинг моҳияти шундаки, Марказий банклар аҳолининг банкларда сақлаётган омонатларини назорат қилмайди. Аҳолининг омонатлари банкларда қанчалик кўп бўлса, банкларнинг захиралари шунчалик кўп бўлади.

Пуллар таклифини назорат қилиш борасидаги иккинчи муаммонинг мазмуни шундаки, Марказий банклар тижорат банкларининг кредит эмиссияси орқали пуллар таклифининг ўсишини тўлиқ назорат қила олмайди.

4. Хорижий валюталарга бўлган талабнинг ошиши муносабати билан миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш ва инфляцияни жиловлаш муаммоси.

Россияда 2017 йилда инфляция даражасини пасайтиришга муваффақ бўлинган бўлсада, инфляцион кутишларнинг нисбатан юқори ва барқарорлиги сақланиб қолди.

2017 йилда Россия рублининг барқарорлигига салбий таъсир этган асосий омиллар қуйидагилар бўлди:

- нефть баҳосининг пасайиши;
- мамлакатдан чиқиб кетаётган капитал оқимининг ортиши;
- бюджет сиёсати соҳасидаги ноаниқликлар;
- инфляцион кутишларнинг юқори ва нобарқарорлиги¹⁵⁶.

9.2-§. Ўзбекистон Республикасида монетар сиёсатнинг долзарб муаммолари

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан амалга оширилаётган монетар сиёсатни такомиллаштириш билан боғлиқ бўлган долзарб муаммолар қуйидагилардан иборат:

1. Республика Марказий банкининг дисконт ва ломбард кредитлари мавжуд эмас. Бу эса, Марказий банкнинг қайта молиялаш сиёсати орқали банк тизимининг ликвидлилигига, кредитларнинг баҳосига ва пуллар таклифига таъсир этиш имкониятини чеклаб қўйган.

2. Марказий банкнинг мажбурий захира ставкалари юқори бўлиб, бунинг натижасида тижорат банклари депозит базасининг мустаҳкамлигига ва ликвидлилигига нисбатан салбий таъсир юзага келмоқда.

2009 йилнинг сентябрь ойидан бошлаб Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг мажбурий захира ставкалари тижорат банклари депозитларининг муддатларига боғлиқ равишда қуйидаги тартибда табақалаштирилди:

* талаб қилиб олинadиган депозитлар ва бир йилгача муддатга жалб қилинган депозитларга нисбатан – 15%;

¹⁵⁶ Российская экономика в 2017 году. – М.: ИЭП, 2018. – С. 37.

* бир йилдан уч йилгача муддатга жалб қилинган депозитларга нисбатан – 12%;

* 3 йилдан ортиқ муддатга жалб қилинган депозитларга нисбатан – 10,5%¹⁵⁷.

Марказий банкнинг мажбурий захира ставкалари юқори бўлиш билан бирга (2017 йилнинг 1 январь ҳолатига кўра, Россия Марказий банкининг мажбурий захира ставкаларининг ўртача даражаси 5,6 фоизни, Европа Марказий банкининг мажбурий захира ставкаси эса, 2,0 фоизни ташкил этди)¹⁵⁸, захира ажратмалари суммаси тижорат банкларининг “Ностро” вакиллик ҳисобрақамидан олиб қўйилмоқда.

4. Мамлакат Марказий банкининг очиқ бозор операцияларининг мавжуд эмаслиги.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ўзининг очиқ бозор операцияларининг объектлари сифатида фақат Ҳукуматнинг қимматли қоғозларини тан олади. Ҳукуматнинг қимматли қоғозлари эса, давлат бюджети профицит билан бажарилаётганлиги сабабли, 2013 йил 1 январдан бошлаб эмиссия қилинмаяпти. Бунинг натижасида Марказий банкнинг очиқ бозор операциялари ҳам барҳам топди.

5. Мамлакат иқтисодиётини пул маблағлари билан таъминланганлик даражасининг паст эканлиги туфайли иқтисодиётда тўловсизлик муаммосининг мавжуд эканлиги.

Ўзбекистон Республикаси иқтисодиётининг пул маблағлари билан таъминланганлик даражасининг паст эканлиги хўжалик юритувчи субъектлар ўртасидаги дебитор-кредитор қарздорлик муаммосини ҳал қилиш имконини бермаяпти.

Ўзбекистон Республикасининг Президенти Ш.М.Мирзиёев алоҳида таъкидлаганидек, “жами 18 триллион сўмлик дебитор қарздорликдан 14 триллион сўми ёки 60 фоизи охирги 3 йил мобайнида чўзилиб келяпти. Нима учун ушбу муаммо билан Муддати ўтган қарздорликни қисқартириш комиссиясига бошчилик қиладиган молия вазири ва Марказий банк раиси жиддий шуғулланмаяпти”¹⁵⁹.

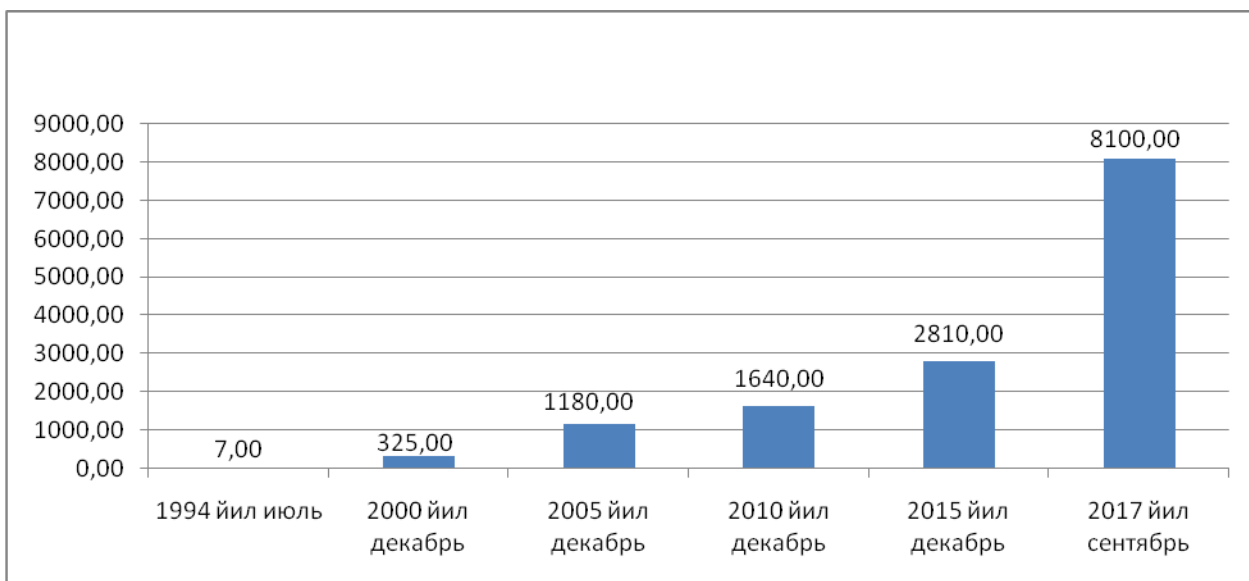
2018 йилнинг 1 январь ҳолатига кўра, Ўзбекистон иқтисодиётининг пул маблағлари билан таъминланганлик даражаси 28,9 фоизни ташкил этди. Бу кўрсаткич камида 40% бўлиши керак. Акс ҳолда, иқтисодиётдаги тўловсизлик муаммосини ҳал қилиб бўлмайди.

6. Миллий валютанинг қадрсизланиш суръатининг юқори эканлиги.

¹⁵⁷ Тижорат банкларининг Ўзбекистон Республикаси Марказий банкида депозитга ўтказиладиган мажбурий резервлари тўғрисидаги низом//Меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатлар. www.cbu.uz.

¹⁵⁸ Денежно-кредитная политика. <https://www.cbr.ru>; Monetary Policy. www.ecb.eu.

¹⁵⁹ Мирзиёев Ш.М. Танқидий таҳлил, қатъий тартиб-интизом ва шахсий жавобгарлик – ҳар бир раҳбар фаолиятининг кундалик қоидаси бўлиши керак. – Тошкент: Ўзбекистон, 2017. – 30-б.



1-расм. Миллий валюта-сўмнинг 1 АҚШ долларига нисбатан номинал алмашув курси, сўм

1-расм маълумотларидан кўринадики, сўм муомала киритилган 1994 йилнинг июль ойидан 2017 йилнинг сентябрь ойига қадар бўлган даврда сўмнинг АҚШ долларига нисбатан жуда юқори даражадаги қадрсизланиш суръати (1157 марта!) кузатилган.

Bloomberg агентлиги томонидан ўзбек сўми дунё бўйича 2017 йилнинг энг қадрсиз валютаси дея эълон қилинди. Ўзбек сўмидан олдинги ўринда келган Конго франкининг қадрсизланиш суръати 27 фоизни ташкил этди.

4. Тижорат банкларининг ресурс базасининг етарли эмаслиги.

2018 йилнинг 1 январь ҳолатига кўра, Ўзбекистон Республикаси тижорат банкларининг жами депозитлари ҳажмида талаб қилиб олинadиган депозитларнинг салмоғи 59,5 фоизни ташкил этди. Бу эса, банкларнинг депозит базасини етарли эмаслигини кўрсатади. Чунки, тижорат банкининг депозит базаси етарли бўлиши учун талаб қилиб олинadиган депозитларнинг жами депозитлардаги салмоғи 30 фоиздан ошмаслиги керак.

Ўз-ўзини назорат қилиш учун берилган саволлар

1. Халқаро амалиётда монетар сиёсат соҳасида қандай муаммолар мавжуд?

2. Марказий банклар нима учун пуллар таклифини тўлиқ назорат қила олишмайди?

3. Ўзбекистон Марказий банки томонидан амалга оширилаётган монетар сиёсатни такомиллаштириш билан боғлиқ бўлган қандай муаммоларни биласиз?

4. Ўзбекистон Республикаси тижорат банкларининг депозит базаси етарлими?

TECT CABOJJIAPИ

1. M.Fridmen qaysi ko'rsatkichdan monetar indikator sifatida foydalanishni taklif etdi?

- A. pul massasining o'sish ko'rsatkichi
- B. foiz stavkasi
- C. milliy valyutaning nominal almashuv kursi
- D. Inflyatsiyaning maqsadli ko'rsatkichi

2. J.M. Keynes monetar siyosat indikatorini sifatida qaysi ko'rsatkichni tanladi?

- A. pul massasining o'sish ko'rsatkichi
- B. nominal foiz stavkasi
- C. milliy valyutaning nominal almashuv kursi
- D. inflyatsiyaning maqsadli ko'rsatkichi

3. Quyidagi operatsiyalarning qaysi birida pulning mustaqil almashuv qiymatiga ega ekanligi namoyon bo'ladi?

- A. o'zaro talab va majburiyatlarni voz kechish
- B. xom-ashyo sotib olish
- C. korxona tomonidan kreditor qarzni to'lash
- D. bank tomonidan mijozga kredit berish

4. Kredit muomala vositasini ko'rsating.

- A. obligatsiya
- B. banknota
- C. depozit sertifikati
- D. warrant

5. Monetizatsiya koeffitsienti qaysi formula orqali aniqlanadi?

- A. $M2 / \text{Pul bazasi}$
- B. $YaIM / M2$
- C. $M2/YaIM$
- D. $\text{Pul bazasi} / M2$

6. Monetizatsiya koeffitsienti darajasi nimani ko'rsatadi?

- A. iqtisodiy o'sishning barqaror yoki barqaror emasligini
- B. mamlakatda baholarning umumiy o'sish sur'atini
- C. iqtisodiyotni pul mablag'lari bilan ta'minlanganlik darajasini
- D. korxonalarning kreditlarga bo'lgan talabini qondirish darajasini

7. Pul multiplikatori qaysi formula orqali hisoblanadi?

- A. $\text{Pul bazasi}/M2$
- B. $YaIM/M2$
- C. $M2/YaIM$
- D. $M2/\text{Pul bazasi}$

8. Davlat byudjeti defitsitining YaIM ga nisbatan aniqlanadigan me'yoriy darajasini ko'rsating.

- A. 5 %
- B. 3 %

C. 7 %

D. 1 %

9. Senoraj nima?

A. tijorat banklarining ssuda operatsiyalaridan oladigan daromadi

B. Markaziy bankning kredit operatsiyalaridan oladigan daromadi

C. naqd pulni emissiya qilishdan olinadigan daromad

D. xorijiy valyutalarni sotib olish va sotish kursi o'rtasidagi farq.

10. Emissiya qilingan nakd pullar Markaziy bank balansining qaysi qismida aks etadi?

A. kapital

B. aktiv

C. balansdan tashqari aktiv

D. majburiyat

11. Markaziy bank tomonidan naqd pullar emissiya qilinganda uning balansida qanday o'zgarish sodir bo'ladi?

A. aktiv ko'payadi

B. majburiyat kamayadi

C. majburiyat ko'payadi

D. aktiv kamayadi

12. Yo'rg'alovchi inflyatsiyada baholarning o'rtacha yillik o'sish sur'ati necha foizni tashkil etadi?

A. 10 %

B. 5 %

C. 3%

D. 100%

13. Quyidagi omillarning qaysi biri pullarga bo'lgan talabni kamaytirishga xizmat qiladi?

A. trattalar summasining kamayishi

B. trattalar summasining oshishi

C. kreditga sotilgan tovarlar miqdorining kamayishi

D. tovarlar baholarining oshishi

14. Qayta hisobga olish kontingenti-bu:

A. Markaziy bankda qayta hisobga olinadigan trattalar summasi

B. tijorat bankida hisobga olinadigan trattalar summasi

C. oddiy veksellar bo'yicha to'lov summasi

D. uzatma tijorat veksellari bo'yicha to'lov summasi

15. Markaziy bank tomonidan valyuta intervensiyasi nima maqsadda amalga oshiriladi?

A. milliy valyutaning barqarorligini ta'minlash maqsadida

B. milliy valyuta kursining favqulodda tebranishlariga barham berish maqsadida

C. xorijiy valyutalarga bo'lgan talabni barqarorlashtirish maqsadida

D. xorijiy valyutalar taklifini barqarorlashtirish maqsadida

16. Valyuta zaxiralarini diversifikatsiyalash nima?

A. banklarning “Nostro” vakillik hisobraqamlaridagi qoldiqni minimal darajada saqlash

B. bankning valyuta zaxiralarini qimmatli qog'ozlarga joylashtirish

C. valyuta zaxiralarini turli tarmoqlarga kredit sifatida joylashtirish

D. bir vaqtning o'zida bir nechta valyutada zaxiralar tashkil qilish

17. O'zbekiston Respublikasida Markaziy bankning majburiy zaxira stavkasi depozitlarning muddatiga bog'liq ravishda qachondan boshlab tabaqalashtirildi?

A. yanvar, 2010 y.

B. sentyabr, 2007 y.

C. noyabr, 2008 y.

D. sentyabr, 2009 y.

18. O'zbekiston Markaziy banki qayta moliyalash stavkasining yillik foiz stavkasi qachondan boshlab 14,0% qilib belgilandi?

A. iyun, 2017 yil

B. iyul, 2009 yil

C. sentyabr, 2010 yil

D. yanvar, 2011 yil

19. O'zbekiston Markaziy bankining tijorat banklarining 3 yildan ortiq muddatga jalb qilingan depozitlariga nisbatan o'rnatilgan majburiy zaxira stavkasi necha foizni tashkil etdi?

A. 13 %

B. 15 %

C. 10,5 %

D. 12 %

20. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki Raisining vakolat muddati necha yil?

A. 3 yil

B. 5 yil

C. 7 yil

D. Cheklanmagan.

21. Inflyatsion targetlash muvaffaqiyatli qo'llanilgan davlatni ko'rsating.

A. O'zbekiston

B. AQSh

C. Yaponiya

D. Kanada

22. Quyidagi Markaziy banklarning qaysi biri inflyatsiyaning maqsadli ko'rsatkichidan monetar indikator sifatida foydalanmaydi?

A. Shveytsariya Markaziy banki

B. Evropa Markaziy banki

C. AQSh Federal zaxira tizimi

D. Yaponiya Markaziy banki

23. I.Fisherning xulosasiga ko'ra:

A. Pullarga bo'lgan talab endogen omildir

B. Pulning aylanish tezligi qisqa muddatli davriy orliqlarda o'zgaruvchandir

C. Pulning aylanish tezligi qisqa muddatli davriy orliqlarda o'zgarmasdir

D. Pullarga bo'lgan talab ekzogen omildir

24. "O'zbekiston Respublikasining Markaziy banki to'g'risida"gi qonunga muvofiq, Markaziy bank Boshqaruvi necha kishidan iborat bo'ladi?

A. 11 kishi

B. 9 kishi

C. 7 kishi

D. 5 kishi

25. "O'zbekiston Respublikasining Markaziy banki to'g'risida"gi qonunga muvofiq, Markaziy bank Boshqaruvi a'zolarini kim tasdiqlaydi?

A. Oliy Majlis Qonunchilik palatasi

B. Oliy Majlis Senatining Kengashi

C. O'zbekiston Respublikasi Prezidenti

D. Bank kengashi

26. Agar O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki majburiy zaxira talabnomalarining amaldagi 15 foizli bazaviy stavkasini 5,0 foizli punktga pasaytirs, u holda, tijorat banklarining 3 yildan ortiq muddatga jalb qilingan depozitlariga nisbatan belgilangan majburiy zaxira stavkasi necha foizni tashkil etadi?

A. 5 %

B. 7 %

C. 8 %

D. 9 %

27. 2017 yilda O'zbekistonda iqtisodiyotni pul mablag'lari bilan ta'minlanganlik darajasi necha foizni tashkil etdi?

A. 24,5 %

B. 24,0 %

C. 24,2 %

D. 29,4 %

28. "Pullar savdoni yaratadi, savdo esa, pulni ko'paytiradi" g'oyasi pulning qaysi nazariyasiga tegishli?

A. metallilik nazariyasi

B. miqdoriylik nazariyasi

C. nominallik nazariyasi

D. monetarizm

29. Pulning nominallik nazariyasi namoyondalarining xulosasiga ko'ra:

A. pulning qiymati uning metall mazmuni bilan belgilanadi

B. tovarlar baholarini o'sishi pul massasining o'zgarishiga bog'liq

C. pulning mohiyati huquqiy me'yorlarda o'z aksini topadi

D. pul massasi ishlab chiqarish hajmining ko'payish tezligiga mos o'sishi
lozim

30. Pulning miqdoriylik nazariyasi namoyondalarining xulosasiga ko'ra:

- A. pulning mohiyati huquqiy me'yorlarda o'z aksini topadi
- B. tovarlarning baholarini o'sishi pul massasining o'zgarishiga bog'liq
- C. pulning qiymati uning metall mazmuni bilan belgilanadi
- D. pul massasi ishlab chiqarish hajmining ko'payish tezligiga mos o'sishi

lozim

31. Pulning metallilik nazariyasi namoyondalarining xulosasiga ko'ra:

- A. pulning mohiyati huquqiy me'yorlarda o'z aksini topadi
- B. tovarlarning baholarini o'sishi pul massasining o'zgarishiga bog'liq
- C. pulning qiymati uning metall mazmuni bilan belgilanadi
- D. pul massasi ishlab chiqarish hajmining ko'payish tezligiga mos o'sishi

lozim

32. Zamonaviy monetarizm nazariyasiga ko'ra:

- A. pulning qiymati uning metall mazmuni bilan belgilanadi
- B. tovarlar baholarini o'sishi pul massasining o'zgarishiga bog'liq
- C. pulning mohiyati huquqiy me'yorlarda o'z aksini topadi
- D. pul massasi ishlab chiqarish hajmining ko'payish tezligiga mos o'sishi

lozim

33. J.M. Keynsning xulosasiga ko'ra:

- A. pullarga bo'lgan talab foiz me'yorining dinamikasi asosida aniqlanadi
- B. pulning aylanish tezligi qisqa muddatli davrlarda o'zgarmasdir
- C. pullarga bo'lgan talabning o'zgarishi nominal daromad darajasi o'zgarishining oqibatidir
- D. investitsiyalar jamg'armalardan ortiq bo'lsa, u holda ortiqcha talab shakllanadi va inflyatsiya yuzaga keladi

34. M.Fridmenning xulosasiga ko'ra:

- A. pullarga bo'lgan talab foiz me'yorining dinamikasi asosida aniqlanadi
- B. pulning aylanish tezligi qisqa muddatli davrlarda o'zgarmasdir
- C. pullarga bo'lgan talabning o'zgarishi nominal daromad darajasi o'zgarishining oqibatidir
- D. investitsiyalar jamg'armalardan ortiq bo'lsa, u holda ortiqcha talab shakllanadi va inflyatsiya yuzaga keladi

35. J. Tobinning xulosasiga ko'ra:

- A. investitsiyalar jamg'armalardan ortiq bo'lsa, u holda ortiqcha talab shakllanadi va inflyatsiya yuzaga keladi
- B. pulning aylanish tezligi qisqa muddatli davrlarda o'zgarmasdir
- C. pullarga bo'lgan talabning o'zgarishi nominal daromad darajasi o'zgarishining oqibatidir
- D. pullarga bo'lgan talab foiz me'yorining dinamikasi asosida aniqlanadi

36. Zamonaviy monetarizm nazariyasiga ko'ra:

- A. pulning xarid qobiliyati davlatning qonun hujjatlari bilan belgilanadi
- B. foiz stavkasi pullarga bo'lgan talab va taklifni tenglashtiruvchi miqdordir
- C. pullarga bo'lgan talab iste'molga bo'lgan talabning umumiy shartlariga mos ravishda shakllanadi

D. pullar va xalqaro savdo mamlakat boyligining asosiy manbaidir.

37. Pulning nominallik nazariyasiga ko'ra, pulning asosiy funktsiyasi – bu:

- A. muomala vositasi funktsiyasi
- B. qiymat o'lchovi funktsiyasi
- C. to'lov vositasi funktsiyasi
- D. jamg'arish vositasi funktsiyasi

38. I. Fisherning almashuv tenglamasini ko'rsating.

- A. $MV = PQ$
- B. $M/V = P/Q$
- C. $V/M = Q/P$
- D. $MV = PQ$

39. M.Fridmenning fikricha pullarga bo'lgan talab qanday topiladi?

- A. $M_d = f(Y_n, i)$
- B. $M_s = f(Y_n, i)$
- C. $M_d = f(Y_n, e)$
- D. $M_d = k(Y_n, i)$

40. "Oqsoq valyutalar" pul tizimida qaysi metall pullar emissiyasi yopiq bo'lgan?

- A. bronza pullar
- B. oltin tangalar
- C. mis tangalar
- D. kumush pullar

41. Quyidagilardan qaysi biri ekspansionistik monetar siyosat usuli hisoblanadi?

- A. Markaziy bankning majburiy zaxira stavkalarining darajasini oshirish
- B. Markaziy bank qayta moliyalash stavkalarini pasaytirish
- C. tijorat banklariga qimmatli qog'ozlar Markaziy bank tomonidan qayta sotib olish sharti bilan sotish

D. Markaziy bank tomonidan Hukumatga va tijorat banklariga tegishli bo'lgan vaqtinchalik bo'sh pul mablag'lari depozit hisobraqamlariga jalb etish

42. O'zbekiston Respublikasida Valyuta birjasi litsenziya olishi uchun birja a'zosi sifatidagi vakolatli banklar soni kamida nechta bo'lishi kerak?

- A. mamlakat bank tizimida mavjud tijorat banklarining kamida 50%
- B. 5 ta
- C. 10 ta
- D. mamlakat bank tizimida mavjud banklarning kamida 70%

43. Milliy valyutaning real almashuv kursini oshishi:

- A. eksportni qimmatlashishiga olib keladi
- B. importni qimmatlashishiga olib keladi
- C. xorijiy valyutalarga bo'lgan talabni oshiradi
- D. xorijiy valyutalar taklifini ko'paytiradi

44. Valyuta interventsiyasi nima?

- A. Markaziy bank tomonidan qimmatli qog'ozlarni sotib olish yoki sotish
- B. Markaziy bankning hisob stavkasini o'zgartirishga asoslangan siyosat
- C. Markaziy bank tomonidan xorijiy valyutani sotib olish yoki sotish
- D. Markaziy bank tomonidan hukumatning tashqi qarziga xizmat ko'rsatish siyosati

45. “Elektron hukumat” tizimini rivojlantirish Harakatlar strategiyasining qaysi ustuvor yo'nalishiga mansub?

- A. Ijtimoiy sohani rivojlantirish
- B. Qonun ustuvorligini ta'minlash va sud-huquq tizimini yanada isloh qilish
- C. Iqtisodiyotni rivojlantirish va liberallashtirish
- D. Davlat va jamiyat qurilishi tizimini takomillashtirish

46. Quyidagi tadbirlardan qaysi biri “Davlat va jamiyat qurilishi tizimini takomillashtirish” yo'nalishi doirasida amalga oshiriladi?

- A. Barcha huquqni muhofaza qiluvchi va nazorat organlari rahbarlarining virtual qabulxonalarini tashkil etish
- B. “Parlament nazorati to'g'risida”gi qonunga o'zgartirish va qo'shimchalar kiritish haqida”gi O'zbekiston Respublikasi qonuni loyihasini ishlab chiqish
- C. Fuqarolarning xususiy mulk huquqi kafolatlarini mustahkamlash
- D. Diniy ekstremizm va missionerlik faoliyatiga qarshi kurashish

47. Harakatlar strategiyasida tijorat banklarining to'lovga qobilligini ta'minlashning qaysi jihati o'z aksini topgan?

- A. bank nazorati tizimini rivojlantirish
- B. banklar aktivlarining sifatini oshirish
- C. banklarning depozit bazasini kengaytirish
- D. tijorat banklarining kapitallashtirish darajasini oshirish

48. Harakatlar strategiyasiga muvofiq, qarzdorning moliyaviy ahvoli to'g'risidagi ma'lumotni kreditorga taqdim etish muddati necha kun qilib belgilanadi?

- A. 3 kun
- B. 5 kun
- C. 10 kun
- D. 20 kun

49. Harakatlar strategiyasida O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining pul-kredit siyosatini takomillashtirishning qaysi mezonini o'z aksini topgan?

- A. inflyatsion targetlashni joriy qilish
- B. pul-kredit siyosatining taktik maqsadlarini o'zgartirish

- C. ilg'or xorij tajribasida qo'llanilayotgan instrumentlardan foydalanish
- D. pul-kredit siyosatining me'yoriy-huquqiy asoslarini takomillashtirish

50. Harakatlar strategiyasida bank tizimini yanada isloh qilish va rivojlantirish bo'yicha belgilangan vazifani ko'rsating.

- A. banklarning likvidligini ta'minlash
- B. banklarning kapitallashish darajasini oshirish
- C. tijorat banklarining resurs bazasini mustahkamlash
- D. bank kassalariga naqd pul tushumlarini rag'batlantirish mexanizmlarini takomillashtirish

51. Markaziy bankning Repo operatsiyasi – bu:

- A. tijorat banklari jalb qilgan resurslarning bir qismini olib qo'yish
- B. xorijiy valyutani sotib olish va sotish
- C. qimmatli qog'ozlarni qayta sotib olish sharti bilan sotish
- D. banklarning balansidagi traktallarni Markaziy bankda qayta hisobga olish

52. Harakatlar strategiyasida 2017-2021 yillarda Islom taraqqiyot bankining qancha miqdordagi kreditlarini jalb etish ko'zda tutilgan?

- A. 2,0 mlrd. dollardan kam bo'lmagan miqdordagi
- B. 0,5 mlrd. dollardan kam bo'lmagan miqdordagi
- C. 1,0 mlrd. dollardan kam bo'lmagan miqdordagi
- D. 5,0 mlrd. dollardan kam bo'lmagan miqdordagi

53. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2017 yil 25 maydagi PF-5057-sonli "Tashqi bozorlarda mahalliy mahsulotlarning eksport qilinishi va raqobatdoshligini ta'minlashni yanada rag'batlantirish chora-tadbirlari to'g'risida"gi farmoniga muvofiq:

- A. shartnoma miqdori 100 ming AQSh dollari ekvivalentidan oshmasligi kerak
- B. tovarlarni sug'urta qilish talab etiladi.
- C. shartnoma miqdori 50 ming AQSh dollari ekvivalentidan oshmasligi kerak
- D. tovarlar eksport qilingan kundan boshlab, 180 kun ichida majburiy valyuta tushumining kelib tushishi ta'minlanishi lozim;

54. Yangi ishloq xo'jalik mahsulotlarini eksport qilishda oldindan to'lov foizini ko'rsating.

- A. 75%
- B. 25%
- C. 50%
- D. 100%

55. O'zbekiston Markaziy banki monetar siyosatining strategik maqsadini ko'rsating.

- A. pul massasining barqaror o'sishini ta'minlash
- B. milliy valyutaning barqarorligini ta'minlash
- C. baholar barqarorligini ta'minlash
- D. tijorat banklarining kredit ekspansiyasini rag'batlantirish

56. O'zbekiston Markaziy bankining majburiy zaxiar stavkalari qaysi me'yoriy hujjat talabiga muvofiq amalga oshirildi?

A. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2015 yil 6 maydagi 2344-sonli qarori

B. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2010 yil 26 noyabrdagi 1438-sonli qarori

C. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2009 yil 28 iyuldagi 1166-sonli qarori

D. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2017 yil 13 sentyabrdagi 3272-sonli qarori

57. O'zbekiston Markaziy banki nazorat qiladigan pul agregatini ko'rsating.

A. M3

B. M0

C. M1

D. M2

58. O'zbekiston Markaziy banki monetar siyosatining 2017 yilda qo'llanilmagan instrumentini ko'rsating.

A. ochiq bozor siyosati

B. majburiy zaxira siyosati

C. qayta moliyalash siyosati

D. valyuta siyosati

59. 2017 yil yakuni bo'yicha naqd pullarning keng ma'nodagi pul massasi (M2) tarkibidagi salmog'i necha foizni tashkil etdi?

A. 40,9

B. 30,7

C. 35,7

D. 26,5

E.

60. 2017 yil yakuni bo'yicha xorijiy valyutadagi depozitlarning keng ma'nodagi pul massasi (M2) pul agregati tarkibidagi salmog'i necha foizni tashkil etdi?

A. 54,1

B. 20,7

C. 33,5

D. 35,1

61. 2017 yilda O'zbekiston yalpi ichki mahsulotining real o'sish sur'ati necha foizni tashkil etdi?

A. 8,0%

B. 7,8%

C. 5,3%

D. 8,1%

62. 2017 yilda O'zbekistonda inflyatsiyaning yillik darajasi necha foizni tashkil etdi?

- A. 5,6 %
- B. 6,1 %
- C. 14,4 %
- D. 5,7 %

63. 2017 yilda O'zbekistonda oziq-ovqat mahsulotlarining o'sish sur'ati necha foizni tashkil etdi?

- A. 16,1 %
- B. 15,9 %
- C. 14,7 %
- D. 13,2 %

64. Milliy valyuta-so'mning nominal almashuv kursi haftaning qaysi kunida valyuta savdosi natijalariga qaprab aniqlanmaydi?

- A. juma
- B. seshanba
- C. chorshanba
- D. dushanba

65. 2017 yilda O'zbekiston tijorat banklari kredit portfeli hajmining o'sishini necha foizi xorijiy valyutadagi kreditlarning hissasiga to'g'ri keldi?

- A. 84,0 %
- B. 25,7 %
- C. 44,7 %
- D. 56,1 %

66. O'zbekistonda 2017 yilda keng ma'nodagi pul massasining (M2) 2016 yilga nisbatan o'sish sur'ati necha foizni tashkil etdi?

- A. 30,1
- B. 22,3
- C. 24,6
- D. 40,2

67. O'zbekistonda 2017 yilda naqd pul massasining (M0) 2016 yilga nisbatan o'sish sur'ati necha foizni tashkil etdi?

- A. 34,8 %
- B. 35,6 %
- C. 47,2 %
- D. 50,1 %

68. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki vaolyuta intervensiyasini qaysi mablag' hisobidan amalga oshiriladi?

- A. Markaziy bankning zaxira fondi mablag'lari
- B. Tiklanish va taraqqiyot fondi mablag'lari
- C. Davlat byudjeti mablag'lari
- D. Konsolidatsiya fondi mablag'lari

69. Milliy valyuta-so'mning almashuv kursi rejimini ko'rsating.

- A. erkin suzish rejimi
- B. belgilangan kurs rejimi
- C. boshqariladigan suzish rejimi
- D. sekin yo'rg'alach rejimi

70. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki faoliyatida qo'llanilmayotgan instrumentni ko'rsating.

- A. valyutaviy svop
- B. muddatli kreditlar
- C. diskont kreditlari
- D. valyuta intervensiyasi

71. Diskont krediti:

- A. qimmatli qog'ozlarni garovga olish yo'li bilan beriladigan kredit
- B. trattalarni qayta hisobga olish yo'li bilan beriladigan kredit
- C. oltinni garovga olish yo'li bilan beriladigan kredit
- D. qo'zg'almas mulkni garovga olish yo'li bilan beriladigan kredit

72. Lombard krediti:

- A. qimmatli qog'ozlarni garovga olish yo'li bilan beriladigan kredit
- B. trattalarni qayta hisobga olish yo'li bilan beriladigan kredit
- C. qo'zg'almas mulkni garovga olish yo'li bilan beriladigan kredit
- D. to'lov hujjatlarini inkassatsiya qilish yo'li bilan beriladigan kredit

73. Markaziy bankning valyuta zaxiralarini diversifikatsiya qilish:

- A. xorijiy valyutadagi zairalar tarkibini yangilash
- B. ma'lum bir valyutani spot sharti bilan sotish va forvard sharti bilan sotib olish

C. valyutani belgilangan kurs bo'yicha kelgusida sotib olish yoki sotish

D. tashqi savdo bitimlarining valyutaviy tarkibini qayta ko'rib chiqish

74. Majburiy zaxira siyosatidan monetar instrument sifatida foydalanmaydigan Markaziy bankni ko'rsating.

- A. Xitoy Markaziy banki
- B. Evropa Markaziy banki
- C. Yaponiya Markaziy banki
- D. Rossiya Markaziy banki

75. Majburiy zaxira stavkasi eng yuqori bo'lgan Markaziy bankni ko'rsating.

- A. Qozog'iston Markaziy banki
- B. Rossiya Markaziy banki
- C. Ukraina Markaziy banki
- D. Xitoy Markaziy banki

76. Quyidagi instrumentlardan qaysi biri noan'aniviy monetar instrument hisoblanadi?

- A. valyuta siyosati
- B. qayta moliyalash siyosati

- C. depozit siyosati
- D. selektiv kreditlash

77. Quyidagi monetar insstrumentlardan qaysi biri milily valyutani devalvatsiya qilmasdan turib, mamlakatga xorijiy valyutalar kirib kelishini kamaytirish imkonini beradi?

- A. valyuta siyosati
- B. qayta moliyalash siyosati
- C. majburiy zaxira siyosati
- D. depozit siyosati

78. AQSh Federal zaxira tizimiga pul massasining o'sishini nazorat qilish qachon yuklangan?

- A. 1922 yil
- B. 1913 yil
- C. 1978 yil
- D. 1944 yil

79. Mustaqillik darajasi eng yuqori bo'lgan Markaziy bankni ko'rsating.

- A. Evropa Markaziy banki
- B. AQSh Federal zaxira tizimi
- C. Shveytsariya Markaziy banki
- D. Yaponiya Markaziy banki

80. Quyidagi Markaziy banklardan qaysi biri nazorat funktsiyasiga ega emas?

- A. Evropa Markaz banki
- B. AQSh Federal zaxira tizimi
- C. Yaponiya Markaziy banki
- D. Xitoy Markaziy banki

81. Markaziy bank pul agregatlarini samarali nazorat qilish va tartibga solish uchun monetar siyosatning qaysi maqsadidan foydalanadi?

- A. oraliq maqsadidan
- B. operatsion maqsaddan
- C. pirovard maqsad
- D. joriy maqsaddan

82. J. Keynsning fikriga ko'ra, tarmoqni yoki alohida korxonani o'rganishda foydalaniladigan resurslar umumiy miqdorini qanday holatda ko'rib chiqishni taqozo qiladi.

- A. zaxira kapitali sifatida
- B. o'zgarmas miqdor sifatida
- C. qayta baholash zaxirasi sifatida
- D. emission daromad sifatida

83. M. Fridmenning fikri bo'yicha monetar siyosatning asosiy taktik maqsadi nima?

- A. Inflyatsiya va foiz stavkasining me'yoriy darajasi;

- B. Monetizatsiya koefficienti;
- C. Pul massasining o'sish ko'rsatkichi.
- D. Markaziy bankning kredit siyosati;

84. Quyidagi mamlakatlardan qaysi birining Markaziy banki mamlakatda inflyatsiyaning kuchayishiga barham berish va iqtisodiyotni "qizib ketishi"ga barham berish maqsadida majburiy zaxira me'yorlari va diskont stavkasini oshirib borish siyosatini qo'llamoqda?

- A. Gretsiya;
- B. Yaponiya.
- C. Rossiya;
- D. Xitoy;

85. Markaziy bank to'g'risidagi Qonun qachon qabul qilindi?

- A. 1995 yil 21 dekabr;
- B. 1996 yil 25 aprel;
- C. 1991 yil 15 fevral;
- D. 1995 yil 21 fevral.

86. Respublikamizda monetar siyosatning makroiqtisodiy barqarorlikni ta'minlashdagi rolini oshirish bilan bog'liq bo'lgan dolzarb muammo bu ?

- A. to'lov qobiliyatini rag'batlantirishga to'sqinlik qiladi
- B. iqtisodiyotda o'zaro to'lovsizlik muammosini chuqurliligi
- C. xo'jalik yurituvchi sub'ektlarning pul oqimini zaifligi
- D. monetizatsiya koeffitsienti darajasining past ekanligi hisoblanadi.

87. M. Fridmenning fikri bo'yicha pul massasining yillik o'sishi nechi foiz bo'lishi kerak?

- A. 14-6%
- B. 1-3%
- C. 3-5%
- D. 2-4%

88. Jahon moliyaviy-iqtisodiy inqirozi sharoitida boshqa davlatlardan farqli o'laroq, Rossiyada tijorat banklarining likvidligini ta'minlash maqsadida ularga qanday kreditlar berish amalga oshirildi.

- A. tijorat
- B. ipoteka
- C. subordinar
- D. xalqaro

89. Tijorat veksellarining qanday turlari mavjud?

- A. oddiy va uzatma
- B. oddiy va murakkab
- C. uzatma va qabul qilib oluvchi
- D. Qabul qilib oluvchi va murakkab

90. $(M/R)d = f(rb, re, P, h, y)$, formuladagi re – nimani ifodalaydi?

- A. aksiyalardan kutilayotgan xarajat me'yori;
- B. kreditlardan kutilayotgan daromad me'yori;

C. veksellardan kutilayotgan daromad me'yori;

D. aksiyalardan kutilayotgan daromad me'yori

91. XVF ekspertlarining xulosasiga ko'ra, rivojlangan davlatlarda inflyatsiya yillik darajasining 3 foizdan oshishi iqtisodiy o'sish sur'atlarining

...

A. sezilarli darajada tushib ketishiga olib keladi.

B. sezilarli darajada oshishiga olib keladi;

C. sezilarli darajada sekinlashishiga olib keladi;

D. sezilarli darajada o'zgarishiga sabab bo'lmaydi;

92. Devalvatsiya nima?

A. bu milliy valyuta kursining chet el valyutasiga nisbatan tushishidir.

B. bu chet el valyuta kursining milliy valyutasiga nisbatan tushishidir

C. bu pul birligining oltin qiymatini tiklashdan iborat

D. bu pul birligining dollar qiymatini tiklashdan iborat

93. Pulning aylanish tezligi bu-?

A. nominal yalpi ichki mahsulotning o'rtacha yillik pul massasiga nisbati (YAIM/M2)

B. ma'lum davrda mamlakat hududida va mamlakat tashqarisida rezidentlar va norezidentlar tomonidan ishlab chiqarilgan pirovard tovar va xizmatlar yig'indisi orqali topiladi.

C. mamlakatda narxlar umumiy darajasining o'sishini ifoda etuvchi umumlashtiruvchi makroiqtisodiy ko'rsatkich orqali topiladi.

D. mamlakatda narxlar umumiy darajasining o'sishini ifoda etuvchi umumlashtiruvchi makroiqtisodiy ko'rsatkich orqali topiladi.

94. 107 mamlakat bo'yicha 1960 yildan 2001 yilgacha bo'lgan davrda inflyatsiya va byudjet defitsiti o'rtasidagi bog'liqlik masalasini tadqiq qilgan olimarni belgilang.

A. M.A. Pivovarova, A. Kudrin

B. P. Graud va M. Polanlar

C. L. Katao va M. Terronza

D. G. Brover va N. Erikson

95. Angliya Markaziy banki inflyasiyani jilovlash, uning o'sish sur'atlarini oshishiga yo'l qo'ymaslik maqsadida qaysi instrumentdan faol tarzda foydalanadi?

A. ochiq bozor siyosati

B. qayta moliyalash siyosati

C. majburiy zaxira siyosati

D. deposit siyosati

96. O'zbekiston Respublikasining «O'zbekiston Respublikasining Markaziy banki to'g'risida»gi qonunining nechinchi moddasiga asosan, respublikamiz Markaziy banki «pul massasi yillik o'sish sur'atining aniq maqsadli ko'rsatkichlarini» belgilaydi

A. 23

B.25

C.24

D.26

97. AQSH iqtisodiyotida pullarga bo'lgan talabning oshishi va kreditlarning foiz stavkalarini pasayishi natijasida nechinchi yildan boshlab pul massasining yuqori sur'atlarda o'sishi kuzatildi.

A.1971

B.1972

C.1974

D.1973

98. Tratta – bu:

A.bu xalqaro tijorat vekselidir

B.bu tijorat vekselidir

C.bu uzatma moliyaviy vekselidir

D.bu uzatma tijorat vekselidir

99. Rezerv pullar tarkibi nimadan iborat?

A.Markaziy bankdan tashqardagi naqd pullar, tijorat banklarining Markaziy bankdagi vakillik hisob raqamidagi mablag'lari, majburiy zahiralar, Markaziy bank mijozlarining milliy va xorijiy valyutadagi depozitlari

B.Markaziy bankdan tashqaridagi naqd pullar, tijorat banklarining Markaziy bankdagi vakillik hisob raqamidagi mablag'lari, Markaziy bank mijozlarining milliy va xorijiy valyutadagi depozitlari

C.tijorat banklaridan tashqaridagi naqd pullar, tijorat banklarining Markaziy bankdagi vakillik hisob raqamidagi mablag'lari, majburiy zahiralar

D.qog'oz va metall pullar, tijorat banklarining Markaziy bankdagi vakillik hisob raqamidagi mablag'lari, majburiy zahiralar

100. Mamlakatimizda qaysi ana'naviy instrumentlardan biri tijorat banklari kreditlarining foiz stavkalarini barqarorlashtirish, inflyasiyaning belgilangan prognoz ko'rsatkichlarini ta'minlashga qaratilgan.

A.Markaziy bankning majburiy zahira siyosati

B.Markaziy bankning ochiq bozor siyosati

C.Markaziy bankning qayta moliyalash siyosati

D.Markaziy bankning depozit siyosati

101. Talab inflyasiyasi?

A.Inflyasiyaning bu an'anaviy turi talab oshib ketganda yuzaga keladi.

B.Inflyasiyaning bu an'anaviy turi talab va taklif teng bo'lganda yuzaga keladi.

C.Inflyasiyaning bu an'anaviy turi taklif oshib ketganda yuzaga keladi.

D.Inflyasiyaning bu an'anaviy turi talab va taklif oshib ketganda yuzaga keladi.

102. Muomaladagi pul massasining o'sish sur'atlarini jilovlashga qaratilgan monetar siyosat nima?

A.Strategik monetar siyosat.

- B. Ekspansion monetar siyosat;
- C. Taktik monetar siyosat;
- D. Restriksion monetar siyosat;

103. 1982 yilda Meksika hukumatining defolt bo'lishining asosiy sabablaridan biri bu - ?

A. ta'lim sohasini moliyalashtirish maqsadida berilgan xalqaro kreditlar bo'yicha qarzdorlik muammosini chuqurlashganligi hisoblanadi.

B. ipoteka kreditlarini moliyalashtirish maqsadida berilgan xalqaro kreditlar bo'yicha qarzdorlik muammosini chuqurlashganligi hisoblanadi.

C. investitsion loyihalarni moliyalashtirish maqsadida berilgan xalqaro kreditlar bo'yicha qarzdorlik muammosini chuqurlashganligi hisoblanadi.

D. investitsion loyihalarni moliyalashtirish maqsadida berilgan davlat kreditlari bo'yicha qarzdorlik muammosini chuqurlashganligi hisoblanadi.

104. Markaziy bankning qayta moliyalash siyosati nechi xil usul yordamida amalga oshiriladi?

- A. 2
- B. 3
- C. 4
- D. 5

105. Vekselni uchinchi shaxsga uzatish huquqini beruvchi yozuv nima deb ataladi?

- A. indikator
- B. indossament
- C. tratta
- D. uzatma

106. Vekselni indossament orqali qabul qilib olgan sub'ekt kim deb nomlanadi?

- A. indossament
- B. indossat
- C. indossant
- D. indikator

107. AQSHda 1970-1978 yillarda M1 pul agregatining o'rtacha o'sish sur'ati nechi foizni tashkil qilgan?

- A. 5
- B. 6
- C. 8
- D. 9

108. Yaponiyada nechanchi yildan boshlab deflyatsiya kuzatilmoqda?

- A. 2000
- B. 2001
- C. 2002
- D. 2003

109. Yaponiya Markaziy banki kim bilan ochiq bozor operatsiyalarini amalga oshiradi?

- A. Rossiya Markaziy banklari obligatsiyalardan keng foydalanishadi.
- B. Shvetsiyaning Riksbanki
- C. Nyu-York Federal rezerv banki
- D. Shveysariya banklari bilan

110. Angliya Markaziy banki 2011 yilning oktyabr oyidan boshlab pullar taklifini ko'paytirish maqsadida qaysi operatsiyani qayta tikladi?

- A. lizing operatsiyalar
- B. qimmatli qog'ozlarni sotib olish operatsiyalarini
- C. kredit operatsiyalari
- D. faktoring operatsiyalari

111. Markaziy bankning ochiq bozor siyosatini takomillashmaganligi sababi bu ...

- A. milliy valyutaning qadri past ekanligi;
- B. milliy iqtisodiyotda yuqori likvidli qimmatli qog'ozlarning etishmasligi;
- C. inflyatsiya darajasining yuqori ekanligi;
- D. moliya bozorining yaxshi rivojlanganligi.

112. Global moliyaviy inqiroz davrida Markaziy banklarning hisob stavkasini keskin pasaytirilganligi ...

- A. majburiy zahiralar ta'sir qilmadi;
- B. inflyatsiya xavfini yuzaga keltirdi;
- C. ishsizlik havfini yuzaga keltirdi;
- D. qaytam moliyalashtirish stavkasiga ta'sir qilmadi.

113. Respublikamizda monetar siyosatning makroiqtisodiy barqarorlikni ta'minlashdagi rolini oshirish bilan bog'liq bo'lgan dolzarb muammo bu ?

- A. xo'jalik yurituvchi sub'ektlarning pul oqimini zaifligi
- B. monetizatsiya koeffitsienti darajasining past ekanligi hisoblanadi.
- C. iqtisodiyotda o'zaro to'lovsizlik muammosini chuqurliligi
- D. to'lov qobiliyatini rag'batlantirishga to'sqinlik qiladi

114. Iqtisodiyotda YaIM hajmini hisoblashning necha xil usuli mavjud?

A. 1 xil usul, ya'ni daromadlar bo'yicha hisoblash usuli
B. 2 xil usul, ya'ni daromadlar bo'yicha hisoblash usuli va ishlab chiqarish usuli

C. 3 xil usul, ya'ni xarajatlar bo'yicha hisoblash usuli, daromadlar bo'yicha hisoblash usuli va ishlab chiqarish usuli

D. 1 xil usul, ya'ni ishlab chiqarish usuli

115. Xiks-Xansen modelida nima o'z aksini topgan?

A. YaIM va bandlik masalasi yechimi;
B. Inflyatsiya va ishsizlik darajasi qarama qarshiligi masalasi yechimi;
C. Byudjet xarajatlarining o'sishi investitsiya xarajatlarini qisqarishi masalasi yechimi

D. Pulga bo'lgan talab va taklif masalasi yechimi;

116. Quyidagilardan qaysi iqtisodchi olim AQSH uchun tarixiy ahamiyatga ega bo'lgan, pul massasining uch tarkibiy qismini aniqlab berdi?

A. Shvarsler

B. F. Kagan

C. T. Uorren

D. Keyns

117. Denominatsiya – bu?

A. bu milliy valyuta kursining chet el valyutasiga nisbatan tushishidir

B. bu pul birligining oltin qiymatini tiklashdan iborat.

C. baholar masshtabini yiriklashtirish, yani pul birligidagi «0»larni qisqartirishdan, pul birligida ko'rsa-tilgan nominalni kamaytirishdan iborat.

D. bu pul birligining dollar qiymatini tiklashdan iborat

118. Taraqqiy etgan mamlakatlarda hukumatning qimmatli qog'ozlariga qilingan investitsiyalar ...

A. tijorat banklari aktivlarining umumiy hajmida sezilarli darajada past salmoqni egallaydi;

B. tijorat banklari aktivlarining umumiy hajmida juda yuqori salmoqni egallaydi;

C. tijorat banklari aktivlarining umumiy hajmida sezilarli darajada yuqori salmoqni egallaydi;

D. umuman foydalanilmaydi.

119. Markaziy bankning valyuta siyosatini takomillashtirish yo'lidagi asosiy muammolarni ko'rsating?

A. milliy spot kursining likvidlik darajasining nisbatan yuqoriligi

B. rasmiy oltin-valyuta zahiralarining sezilarli qismining barcha tijorat banklari balansida ekanligi

C. tijorat banklarining valyuta zahiralarini diversifikatsiya darajasining past ekanligi,

D. Milliy valyutaning birja kursi bilan naqd valyutalar savdosi bo'yicha belgilangan tijorat kursi o'rtasida sezilarli farqning mavjudmasligi

120. Monetizatsiya koeffitsientining past ekanligi iqtisodiyotda nimani keltirib chiqaradi?

A. o'zaro to'lovsizlik muammosini chuqurlashtiradi

B. xo'jalik yurituvchi sub'ektlarning pul oqimini zaiflashtirmaydi

C. pulning aylanish tezligiga nisbatan ijobiy ta'sirni yuzaga keltiradi.

D. to'lov qobiliyatini rag'batlantirishga to'sqinlik qilmaydi

121. Monetar siyosat – bu...?

A. Pullarga bo'lgan talab va pullar taklifini tartibga solish va nazorat qilishga qaratilgan chora-tadbirlar yig'indisidir

B. Eksport va import operatsiyalarida aylanuvchi pul mablag'larini qamrab oluvchi chora tadbirlar majmuasi;

C.YaIMga mos ravishda pul emissiya qilish bilan bog'liq chora tadbirlar majmuasi;

D.Pul massasi va Milliy daromad bilan bog'liq chora tadbirlar yig'indisi;

122. “Arzon pullar” siyosati birinchi bo'lib kim tomonidan taklif etilgan?

A.M.Fridmen;

B.A.Smit.

C.J.M.Keyns;

D.I.Fisher;

123. Evrohududga kiruvchi mamlakatlar uchun Davlat byudjeti defitsitining YaIMning necha foizidan oshmasligi majburiy shart sifatida belgilab qo'yilgan?

A.0,6

B.0,5

C.0,4

D.0,3

124. Markaziy bankning majburiy zaxira siyosati quyidagi qaysi funktsiyani bajaradi:

A.Kredit tashkilotlarining barqarorligini ta'minlash

B.milliy bank tizimining likvidligiga ta'sir etish;

C.tijorat banki bankrot bo'lgan sharoitda uning majburiyatlari yuzasidan hisoblashmaslik

D.Mikrokredit tashkilotlarining likvidligiga ta'sir qilish

125. Respublikasida nechinchi yilga qadar tijorat banklari kreditlari foiz stavkalarining yuqori chegarasini belgilab qo'yish amaliyoti mavjud edi?

A.1998;

B.1999;

C.2000;

D.2001.

126. «Pul-kredit ko'rsatkichlarini tartibga solish mexanizmini takomillashtirish chora-tadbirlari to'g'risida»gi qarori qachon qabul qilingan?

A.2004 yil 4 fevral

B.2003 yil 3 fevral

C.2003 yil 4 fevral

D.2003 yil 5 fevral

127. Mamlakatimizda 2007-2010-yillarda Markaziy bankning qayta moliyalash stavkasi nechi foiz bo'lgan.

A.12

B.14

C.15

D.16

128. Taraqqiy etgan mamlakatlarda Markaziy banklarning qayta moliyalash stavkasini belgilashda ...

A.asosiy e'tibor pul massasining o'sish darajasiga va makroiqtisodiy o'sish sur'atlariga qaratiladi;

B.asosiy e'tibor monetizatsiya darajasiga va makroiqtisodiy o'sish sur'atlariga qaratiladi

C.asosiy e'tibor inflyatsiya darajasiga va makroiqtisodiy o'sish sur'atlariga qaratiladi;

D.asosiy e'tibor tijorat banklarining pul bilan ta'minlanganligi va makroiqtisodiy o'sish sur'atlariga qaratiladi;

129. 2017 yil oxirida AQSH FZTning diskont stavkasi necha foizni tashkil etgan?

A.0,3%

B.0,5%

C.0,75%

D.1,25%

130. 2017 yil oxirida Evropa Markaziy bankining diskont stavkasi necha foizni tashkil etgan?

A.0,75%

B.0,5%

C.1,0%

D.1,25%

131. 2017 yil oxirida Yaponiya Markaziy bankining diskont stavkasi necha foizni tashkil etgan?

A.0,3%

B.0,5%

C.1,0%

D.1,25%

132. Markaziy bank diskont siyosatining mavjud emasligi qaysi instrumentning samaradorlik darajasi past ekanligidan dalolat beradi?

A.ochiq bozor siyosati

B.depozit siyosati

C.qayta moliyalashtirish siyosatining

D.majburiy zahira siyosati

133. «Pullar to'g'risida traktat» asarining muallifi kim?

A.A.Smit;

B.I.Fisher;

C.J.M.Keyns

D.M.Fridmen;

134. Milliy valyuta-so'mning AQSH dollariga nisbatan yillik devalvatsiya sur'ati 2017-yil nechi foizni tashkil qilgan?

A.10.0 foiz

B.11.0 foiz

C. 192,4 foiz

D. 16,0 foiz

135. Tijorat bankining bitta valyutadagi ochiq valyuta pozitsiyasi miqdori uning regulyativ kapitalining necha foizidan oshmasligi kerak?

A. 5%

B. 10%

C. 15%

D. 20%

136. Tijorat bankining barcha valyutalardagi ochiq valyuta pozitsiyasi miqdori uning regulyativ kapitalining necha foizidan oshmasligi kerak?

A. 5%

B. 10%

C. 15%

D. 20%

137. O'zbekiston Respublikasida valyuta siyosatini liberallashtirish qachondan boshlandi?

A. 2003 yil 15 oktyabrdan

B. 2007 yil 1 iyuldan

C. 2010 yil 26 noyabrdan

D. 2017 yil 5 sentyabrdan

138. O'zbekiston Markaziy banki qayta moliyalash siyosatini takomillashtirish borasidagi muammo:

A. diskont kreditlarining mavjud emasligi

B. qayta moliyalash stavkasining yuqori ekanligi

C. markazlashgan kreditlarning tijorat banklariga berilmayotganligi

D. banklarning kreditlash amaliyotini nazorat qilishning mavjudligi

139. O'zbekiston Markaziy bankining valyuta siyosatini takomillashtirish borasidagi muammo:

A. pul massasining o'sish sur'atini yuqori ekanligi

B. rasmiy oltin-valyuta zaxiralarini markazlashgan tarzda bir joydan turib boshqarishning mavjud emasligi

C. milliy valyutaning qadrsizlanish sur'atini yuqori ekanligi

D. Markaziy bankning valyuta intervensiyasini amalga oshirish imkoniyatini cheklanganligi

140. O'zbekistonda qachondan boshlab eksporterlarning eksport tushumini majburiy sotish bekor qilindi?

A. 2017 yil 1 yanvardan boshlab

B. 2017 yil 5 sentyabrdan boshlab

C. 2018 yil 1 yanvardan boshlab

D. 2013 yil 1 yanvardan boshlab

141. O'zbekiston Hukumati qachondan boshlab Xalqaro valyuta fondi nizomining VIII-moddasi bo'yicha majburiyatlarni qabul qildi?

A. 2003 yil 15 oktyabrdan boshlab

- B. 2000 yil 1 yanvardan boshlab
- C. 2005 yil 1 yanvardan boshlab
- D. 2017 yil 5 sentyabrdan boshlab

142. Maastrixt shartnomasiga ko'ra, davlatning qarzlarini YaIMga nisbatan necha foizdan oshib ketmasligi kerak?

- A. 30%
- B. 50%
- C. 60%
- D. 100%

143. Valyutaviy svop – bu

- A. ma'lum bir valyutani belgilangan kurs bo'yicha kelgusida sotib olish
- B. ma'lum bir valyutani belgilangan kurs bo'yicha kelgusida sotib olish
- C. ma'lum bir valyutani spot sharti bo'yicha sotish va uni forward bo'yicha sotib olish
- D. Valyutani ikki kunlik shart bilan sotib olish yoki sotish

144. Siyosiy mustaqillik darajasi past bo'lgan Markaziy bankni ko'rsating.

- A. Avstraliya Markaziy banki
- B. Shveytsariya Markaziy banki
- C. Kanada Markaziy banki
- D. AQSh Federal zaxira tizimi

145. GMT indeksi bo'yicha Markaziy bankning siyosiy mustaqilligi nechta mezon bo'yicha aniqlanadi?

- A. 5
- B. 7
- C. 8
- D. 10

146. GMT indeksi bo'yicha Markaziy bankning iqtisodiy mustaqilligi nechta mezon bo'yicha aniqlanadi?

- A. 5
- B. 7
- C. 8
- D. 10

147. O'zbekiston Markaziy bankining taqsimlanmagan foydasi:

- A. Respublika byudjetiga o'tkaziladi
- B. Markaziy bankning ustav kapitalini ko'paytirishga yo'naltiriladi
- C. Qimmatli qog'ozlar sotib olishga yo'naltiriladi
- D. Markaziy bankning "Nostro" vakillik hisobraqamiga yo'naltiriladi

Таянч иборалар

Арзон пуллар, валюта, валюта курси, валюта паритети, валюта интервенцияси, валюта захираси, валюта сиёсати, вакиллик ҳисобрақами, девальвация, захира валюта, ревальвация, стагфляция, стагнация, инфляция, дефляция, диверсификация, дисконт ставкаси, дисконт сиёсати, девальвация, монетаризм, молиявий инқироз, ревальвация, рецессия, рестрикцион монетар сиёсат, экспансионистик монетар сиёсат, эмиссия, селектив кредитлаш, тратта, қайта молиялаш сиёсати, очик бозор сиёсати, мажбурий захира сиёсати, депозит сиёсати, РЕПО операцияси, монетар индикатор, инфляцион таргетлаш.

Глоссарий

Ажио - валюталар курсидаги фарк; қоғоз пулларни танга пулларга ёки кучсиз валютани кучли валютага айирбошлаганлик учун ундириб олинadиган воситачилик ҳақи.

Актив савдо баланси (*active trade balance*)- мамлакатдан четга чиқарилаётган товарларнинг мамлакатга кириб келаётган товарлардан (импортдан) ошиб кетишини тавсифловчи савдо баланси.

Актив тўлов баланси (*active payments balance*)- мамлакатнинг чет элдан тушадиган тушумлари суммаси унинг хорижий сарф-харажатлари ва тўлов суммаларидан ошиб кетадиган тўлов баланси.

Базавий ставка - (*base rate*) - кредитлар бўйича фоиз ставкаларини белгилашда қўлланилади. Одатда, банклараро ссуда капиталлари бозорининг ставкаси ёки Марказий банкнинг ҳисоб ставкасидан базавий ставка сифатида фойдаланилади.

Банкнотлар (*banknote; bill; note*)- банк билетлари - Марказий банклар томонидан чиқариладиган пул белгилари. Улар Марказий банкларнинг активлари билан таъминланади.

Банкнотлар муомаласи (*banknote circulation*)- Марказий банклар томонидан чиқарилган муомала ва тўлов воситаси сифатидаги банк билетларининг муомалада бўлиши.

Валюта биржаси (*currency market*)- хорижий валюталар олди-сотди қилинадиган биржа бозори.

Валюта интервенцияси (*currency intervention*)- Марказий банк томонидан миллий валютанинг фавқулодда юзага келадиган кескин тебранишларига барҳам бериш мақсадида хорижий валютани сотиб олиниши ёки сотилиши. Одатда, битта хорижий валюта интервенция воситаси ҳисобланади. Ўзбекистонда АҚШ доллари валюта интервенцияси воситаси ҳисобланади.

Валюта курси (*exchange rate; currency rate*)- миллий валютанинг хорижий валютага нисбати.

Валюта захираси (*currency reserves*)- бирор-бир мамлакатнинг хорижий валюталардаги маблағлари ва олтин жамғармалари.

Валюта сиёсати (*foreign currency policy*) - валюта муносабатларини ташкил қилиш ва тартибга солиш тадбирларининг йиғиндиси.

Гиперинфляция (*hyperinflation*)- товарлар баҳоси ва пул массасининг юқори суръатларда ошиб кетиши. Гиперинфляцияда баҳоларнинг ойлик ўсиш суръати 50% ва ундан юқори бўлади.

Давлат қарзи (*national debt; public debt*) - давлатнинг тўланмаган заёмлар ва уларнинг берилмаган фоизларини акс эттирган барча қарзларининг умумий суммаси. Давлат қарзи икки хил бўлади: ички ва ташқи қарз.

Дефлятор (*deflator*) - инфляция суръатини кўрсатувчи умумий кўрсаткич.

Дисконт сиёсати (*discaunt rate*) – мамлакат тўлов баланси ва валюта курсига таъсир этиш мақсадида Марказий банкнинг дисконт ставкасини ўзгартириш сиёсати.

Евровалюта (*eurocwnrency*)- бир мамлакат миллий валютасининг мамлакат ташқарисидаги қисми.

Евро долларлар (*eurodollars*)- АҚШ долларининг АҚШдан ташқарида муомалада бўлган қисми.

ЖИРО (*umал. giro*) - банк мижозининг маълум пул миқдорини ўз ҳисобварағидан бирон-бир жисмоний ёки юридик шахс ҳисобварағига ўтказиш қакидаги ёзма буйруғи.

Кредит (*credit*)- пул ёки товар шаклидаги маблағларни қайтариб беришлик, муддатлилик ва фоиз тўлашлилик шартлари асосида бериш.

Кросс-курс (*cross rate*) - икки валютанинг ўзаро нисбати бўлиб, бу нисбат мазкур валюталарнинг учинчи валютага нисбатан курси орқали аниқланади.

Лимит (*limit*) - чегара белгилаш; максимал фьючерс шартнома сони; бир биржа сессиясида баҳони максимал ўсиши ёки тушиши; чекланган кредит суммаси.

Монетаризм (*monetarism*) – муомаладаги пул массасининг ўсишини назорат қилиш ҳоясини илгари сурадиган назарий оқим. АҚШнинг Чикаго университети профессор М.Фридмен томонидан яратилган.

Облигация (*bond; bonds; debenture stock*)- қимматли қоғоз тури, муддатли қарз мажбурияти. Эгасига кафолатланган даромад олиш ҳуқуқини беради.

Пул бозори (*money-market*) – ссуда капиталлари бозорининг таркибий қисми бўлиб, унда қисқа муддатли кредитларнинг баҳоси шаклланади.

Пул муомаласи (*money turnover*) – пулларнинг муомала воситаси ва тўлов воситаси сифатидаги ҳаракатларининг йиғиндиси.

Монетар сиёсат (*monetary policy*) - пулларга бўлган талаб ва пуллар таклифини тартибга солиш ва назорат қилишга қаратилган чора-тадбирлар мажмуи.

Пулнинг харид қобилияти (*purchasingcapacity of money*) - пулнинг харид қобилияти; пул бирлигининг маълум товарлар сонига айирбошлаш қобилияти.

Ревальвация (*фран. revalorisation*)- миллий валютанинг курсини хорижий валютага нисбатан оширилиши.

Своп (*swap*) – маълум бир валютани спот шarti бўйича сотиш ва уни форвард шarti бўйича сотиб олишдир ёки маълум бир валютани форвард шarti бўйича сотиш ва уни спот шarti бўйича сотиб олишдир.

Сеньораж (*ингл. seigniorage*) – нақд пулларни эмиссия қилишдан олинадиган даромад.

Стагнация (*франц. stagnation; лот. stagnaregan*) - силжимайдиган, қимирламайдиган қилиб қўйиш, тўхтатиб қўйиш; иқтисодиётда турғунлик ҳолати.

Стагфляция (*stagflation*) – иқтисодий инқироз билан инфляциянинг уйғунлашиши; ишлаб чиқаришнинг стагнацияси ва юқори ишсизлик шароитидаги инфляция.

Ташки қарз (*foreign debt; foreign liabilities*)- мамлакатнинг бошқа мамлакатлардан қарзи.

Тратта (*итал. tratta*)- узатма тижорат вексели.

Форвард (*forward rate*) – маълум бир валютани белгиланган курс бўйича келгусида сотиб олиш ёки сотиш. Форвард шартномалари қуйидаги стандарт муддатларга тузилади: 1 ҳафта, 1, 2, 3, 6, 9, 12 ой.

Хедж (*hedge, selling hedge*) - баҳо бўйича рискни суғурталаш; фьючерс шартномаси тузиш.

Экспансия (*лот. expansio*) - кенгайтириш, ёйиш, тарқатиш.

Ғазна билети (*1e gal tender note, treasury note*) - давлат (ғазна) билети, давлат томонидан чиқарилган қоғоз пуллар.

Пул маблағлари (*cash*) – нақд ва нақдсиз кўринишдаги пул маблағлари.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати

1. Ўзбекистон Республикасининг «Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида»ги қонуни. 1995 йил 21 декабрь. 154-I-сон. Ўзбекистон Республикаси банк тизимини ислоҳ қилиш ва тижорат банклари фаолиятини тартибга солишга доир норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар тўплами. – Тошкент: Ўзбекистон, 2011. – 11-33-б.
2. Ўзбекистон Республикасининг «Банклар ва банк фаолияти тўғрисида»ги қонуни. 1996 йил 25 апрель. 216-I-сон. Ўзбекистон Республикаси банк тизимини ислоҳ қилиш ва тижорат банклари фаолиятини тартибга солишга доир норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар тўплами. –Тошкент: Ўзбекистон, 2011. – 34-51-б.
3. Ўзбекистон Республикасининг “Валютани тартибга солиш тўғрисида”ги қонуни. 2003 йил 11 декабрь. - №556-II. Ўзбекистон Республикасининг валютани тартибга солишга оид норматив-ҳуқуқий ҳужжатлари тўплами. – Тошкент: Ўзбекистон, 2011.- 456 б.
4. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 13 сентябрдаги ПҚ-3272-сонли “Пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги қарори. www.lex.uz.
5. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 12 сентябрдаги ПҚ-3270-сонли “Республика банк тизимини янада ривожлантириш ва барқарорлигини оширишга доир чора-тадбирлар тўғрисида”ги қарори. www.lex.uz.
6. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 2 сентябрдаги ПФ-5177-сонли “Валюта сиёсатини либераллаштириш бўйича биринчи навбатдаги чора-тадбирлар тўғрисида”ги фармони. www.lex.uz.
7. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли фармони. Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида. www.lex.uz.
8. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқарувининг 2015 йил 13 июндаги 14/5-сонли (Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2015 йил 14 июлда 2696-рақам билан рўйхатдан ўтказилган) “Тижорат банкларида активлар сифатини таснифлаш ва активлар бўйича эҳтимолий йўқотишларни қоплаш учун захиралар шакллантириш ҳамда улардан фойдаланиш тартиби тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида”ги қарори//Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами. – Тошкент, 2015. - №28. – 22-33-б.
9. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқарувининг 2015 йил 13 июндаги 14/3-сонли (Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2015 йил 6 июлда 2693-рақам билан рўйхатдан ўтказилган) “Тижорат банклари капиталининг монандлигига қўйиладиган талаблар тўғрисидаги Низомни тасдиқлаш ҳақида”ги қарори//Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами. – Тошкент, 2015. - №27.- 17-29-б.

10. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқарувининг 2015 йил 22 июлдаги 19/14-сонли (Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2015 йил 13 августда 2709-рақам билан рўйхатдан ўтказилган) “Тижорат банкларининг ликвидлилигини бошқаришга қўйиладиган талаблар тўғрисидаги низомни тасдиклаш ҳақида”ги қарори//Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами. – Тошкент, 2015. - №32. – 141-152-б.
11. Бобакулов Т.И. Миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш: муаммолар ва ечимлар. – Тошкент: Fan va texnologiya, 2007. – 184 б.
12. Красавина Л.Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. – М.: Юрайт, 2016. – 543 с.
13. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. Пер. с англ. – М.: Гелиос АРВ, 1999. – 352 с.
14. Милтон Фридмен. Если бы деньги заговорили... . Пер. с англ. – М.: Дело, 1999. – 160 с.
15. Милтон Фридмен. Основы монетаризма. – М.: ТЕИС, 2002.-175 с.
16. Мирзиёев Ш.М. Миллий тараққиёт йўлимизни қатъият билан давом эттириб, янги босқичга кўтарамиз. – Тошкент: Ўзбекистон, 2017. – 592 б.
17. Мирзиёев Ш.М. Танқидий таҳлил, қатъий тартиб-интизом ва шахсий жавобгарлик – ҳар бир раҳбар фаолиятининг кундалик қондаси бўлиши керак. – Тошкент: Ўзбекистон, 2017. – 104 б.
18. Мэнкью Н.Г. Принципы макроэкономики. 4-е изд. Пер. с англ. – СПб.: Питер, 2009. – 544с.
19. Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. 7-е изд. Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2013. – 880 с.
20. Навой А.В. Центральный банк в глобальном хозяйстве. – М.: ГОУ ВПО «РЭУ им. Г.В. Плеханова», 2010. – 528 с.
21. Ротбард М. История денежного обращения и банковского дела в США: от колониального периода до Второй мировой войны. Пер. с англ. – Челябинск: Социум, 2012. – 548 с.
22. Андрюшин С., Бурлачков В. Денежно-кредитная политика и глобальный финансовый кризис: вопросы методологии и уроки для России//Вопросы экономики. – Москва, 2008. - № 11. - С. 38- 50.
23. Бажан А.И. Денежно-кредитная политика: неудачное заимствование западной модели // Банковское дело. – Москва, 2003. - №6. – С. 2–7.
24. Малкина М.Ю. Инфляционные процессы и денежно-кредитное регулирование в России и за рубежом. Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 2012. – 310 с.
25. Моисеев С.Р. Центральные банки и Вашингтонское соглашение по золоту//Банковское дело. – Москва, 2016. – №4. – 29-34.
26. Чепель С., Хайдаров Х. Монетарные и немонетарные факторы инфляционных процессов в Узбекистане // Материалы международной

научно-практической конференции, Московский Гуманитарно-экономический институт. – М., 2007. - С. 57.

27. Akhar M.A. Understanding Open Market Operation. Federal Reserve Bank of New York, 1997. – 52 p.

28. Akerlof G.A. Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior// American Economic Review, 2002. Vol. 92. – № 3. – P. 411-433.

29. Catao L., Terrones M. Fiscal Deficits and Inflation//Working Paper. 65. IMF. – P. 63-67.

30. Clarida, R., Gali, J., Gertler, M. Monetary Policy Rules in Practice Some International Evidence. – European Economic Review. № 42, 1998. – P. 1033-1067.

31. Calderon C., Schmidt-Hebbel K. What Drives Inflation in the World//Central bank of Chile Working Papers, 2008. – № 491. – P. 1-20.

32. Devereux M.B., Engel C. Monetary Policy in the Open Economy Revisited: Price Setting and Exchange Rate Flexibility//NBER Working Paper, 2000. – № 7665.– P. 765-783.

33. Goodfriend M. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy//Journal of Economic Perspectives. 2007. Vol. 21.– № 4. – P. 47-68.

34. Hess G., Morris C. The Long-Run Costs of Moderate Inflation//Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review. 1996. Second Quarter. – P. 71-88.

35. Kuzin, V. The inflation aversion of the Bundesbank: a state space approach//Journal of Economic Dynamics & Control 30, 2006. – P. 1671 – 1686.

36. <http://www.frb.fed.us>

37. <http://www.federalreserve.gov>.

38. www.cbu.uz.

39. <http://www.imf.org>.

40. www.cbr.ru.