



Ўзбекистон Республикаси  
Марказий банки

ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИ ИШЛАБ  
ЧИҚИШ ВА АМАЛГА ОШИРИШ  
КОНЦЕПЦИЯСИ

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ МАРКАЗИЙ БАНКИНИНГ  
ЎРТА МУДДАТЛИ ИСТИҚБОЛГА МЎЛЖАЛЛАНГАН  
ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИ ИШЛАБ ЧИҚИШ ВА АМАЛГА ОШИРИШ  
КОНЦЕПЦИЯСИ**

**I. Кириш**

2017 йилда бошланган иқтисодий либераллаштириш ва бозор механизмлари ролини оширишга қаратилган иқтисодий ислохотларнинг янги босқичи ўрта муддатли истиқболда банк тизими ва пул-кредит сиёсатини ривожлантиришнинг устувор йўналишларини белгилаб берди.

Ушбу йўналишдаги муҳим қарорлардан бири миллий валюта алмашув курсининг бозор механизмлари асосида шаклланиш тамойилларини жорий этиш орқали ички валюта бозорини босқичма-босқич либераллаштирилиши билан боғлиқ амалий қадамлар бўлди. Валюта курси шаклланишида тамомила янги ёндашувдан фойдаланилиши, ўз навбатида, Марказий банкнинг асосий эътиборини ички бозордаги нархлар барқарорлигига қаратиш асосида пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш имкониятини беради.

Айни вақтда валюта бозорини либераллаштириш борасидаги ислохотларнинг мувафақиятли амалга оширилиши кўп жиҳатдан пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш, тижорат банклари фаолиятини мустақамлаш ҳамда банк тизимини ривожлантириш чоралари самарадорлиги билан чамбарчас боғлиқ.

Шундан келиб чиқиб, Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Валюта бозорини либераллаштириш бўйича биринчи навбатдаги чора-тадбирлар тўғрисида”ги Фармони эълон қилинишидан кўп ўтмай Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Пул-кредит сиёсатини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги Қарори қабул қилинди ва Пул-кредит сиёсатини 2017-2021 йилларда ривожлантириш ва инфляцион таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш бўйича чора-тадбирлар Комплекси тасдиқланди.

Бу борадаги кейинги муҳим қадамлардан бири Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 9 январдаги “Ўзбекистон Республикаси Марказий банки фаолиятини тубдан такомиллаштириш тўғрисида”ги Фармонининг қабул қилиниши бўлди. Мазкур фармонда нархлар барқарорлигини таъминлаш вазифаси Марказий банкнинг бош мақсади этиб белгиланиб, Марказий банкнинг мустақиллиги ва институционал ривожланишини таъминлаш бўйича тегишли чоралар назарда тутилган.

Қайд этиш лозимки, иқтисодий сиёсатни амалга ошириш ёндашувларининг қайта кўриб чиқилиши даврида шаклланаётган янги воқеликларда пул-кредит соҳасидаги ўзгаришларнинг аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари томонидан тўғри қабул қилиниши ва қўллаб-қувватланиши муҳим аҳамият касб этади.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг ўрта муддатли истиқболда пул-кредит сиёсатини ривожлантириш ва амалга ошириш Концепцияси коммуникациялар каналининг жамоатчилик фикрини шакллантириш ҳамда инфляцион таргетлаш режимини амалиётга жорий этишдаги етакчи роли инobatга олинган ҳолда ишлаб чиқилган.

Ушбу Концепциянинг мақсади инфляцион таргетлашга ўтишнинг концептуал асосларини ҳамда ушбу пул-кредит сиёсати режимини амалиётга муваффақиятли жорий этиш учун зарурий шароитлар яратиш бўйича ўрта муддатли режаларни кенг жамоатчиликка етказиш ва батафсил тушунтиришга қаратилган.

## **II. Макроиқтисодий барқарорлик ва ривожланишни таъминлашда пул-кредит сиёсатининг ўрни**

Мамлакатда ички нархлар барқарорлиги таъминланиши макроиқтисодий ва ижтимоий барқарорликнинг кафолати бўлиб, иқтисодий ислохотларни жадаллаштириш ва ривожлантириш дастурларини муваффақиятли амалга оширишда зарурий шароит ҳисобланади. Бунда инфляциянинг паст ва барқарор кўрсаткичлари мувозанатли иқтисодий ўсишни таъминлаш, ишлаб чиқариш рақобатбардошлиги ва аҳолини яшаш даражасини оширишнинг муҳим омили саналади. Шу нуқтаи назардан, нархлар ўсиш суръатларининг пасайиши ва барқарорлашиши давлат иқтисодий сиёсатининг асосий мақсадларидан бири бўлиши керак.

Инфляциянинг паст ва барқарор даражаси аҳоли ҳамда юридик шахслар омонатларини узоқ муддатли инвестицияларга айланиши учун керакли шароит яратади ҳамда ички бозордаги нархлар номутаносиблигини камайтириб мавжуд иқтисодий ресурсларнинг самарали тақсимланишига хизмат қилади.

Ривожланган ва ривожланаётган давлатларнинг марказий банклари тажрибалари ҳамда халқаро молия институтлари изланишлари натижалари пул-кредит сиёсатини амалга оширишда нархлар барқарорлигини таъминлаш мақсадининг шак-шубҳасиз устуворлигини кўрсатмоқда. Шу билан бирга, пул-кредит сиёсатини амалга ошириш тартиби ва кетма-кетлиги турли мамлакатларда иқтисодиётнинг хусусиятлари ҳамда таркибий тузилишига қараб фарқланади.

Амалдаги Ўзбекистон Республикасининг “Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида”ги Қонунига кўра, Марказий банкнинг бош мақсади миллий валюта барқарорлигини таъминлаш ҳисобланади. Бунда “миллий валюта барқарорлиги” тушунчасини икки хил, яъни алмашув курсининг хорижий валюталарга нисбатан барқарорлиги ёки унинг ички харид қобилияти барқарорлиги деб талқин қилиш мумкин.

Алмашув курсининг эркин шаклланиши шароитида миллий валютанинг барқарорлиги унинг ички харид қобилиятини сақлаш орқали эришилади. Бунда, эркин сузиб юрвчи алмашув курси иқтисодиётни ички барқарорлаштирувчи функциясини бажаради. Бошқача қилиб айтганда, тўлов баланси билан боғлиқ ташқи шок ва қийинчиликлар кузатилганда алмашув курсининг мос равишда ўзгариши экспортёрлар ва импорт ўрнини босувчи маҳсулотлар ишлаб чиқарувчи корхоналарни рағбатлантиришга хизмат қилади.

Айни пайтда Марказий банк пул-кредит сиёсатининг асосий мақсадини икки хил тушунилишини олдини олиш ва унинг фаолияти асосий йўналишини аниқ белгилаб олиш мақсадида қонунчиликка тегишли ўзгартиришлар киритилиши кўзда тутилган.

Таъкидлаш лозимки, нархлар барқарорлиги дейилганда ноль даражадаги ёки салбий инфляция кўрсаткичлари назарда тутилмайди. Нархлар барқарорлиги

дейилганда нархларнинг турғун ҳолатда туриши эмас, балки уларнинг паст даражада ўсиши тушунилади. Бир қарашда нархларнинг турғун туриши мақбул кўринса-да, нархларнинг паст ва барқарор ўзгариши иқтисодиётнинг самарали фаолияти учун энг қулай шароит ҳисобланади.

### **III. Пул-кредит сиёсатини амалга оширишнинг усул ва механизмлари (инфляцион таргетлаш режимига ўтишнинг аҳамияти)**

Ички бозорда нархлар барқарорлигини таъминлаш вазифаси пул-кредит сиёсатини амалга оширишнинг аниқ стратегияси ва батафсил режаси бўлишини ҳамда мақсадли кўрсаткичларга эришиш учун самарали инструментлар ва механизмларни талаб этади.

#### **Пул-кредит сиёсати режимларидан фойдаланишнинг халқаро тажрибаси**

Ривожланган ва ривожланаётган давлатлар марказий банклари томонидан кенг қўлланилаётган усуллар инфляцион таргетлаш, монетар таргетлаш, валюта курсини таргетлаш ва номинал якорсиз режимларни ўз ичига олади.

Инфляциянинг мақсадли кўрсаткичларига эришиш вазифаси аксарият марказий банклар учун бош мақсад ҳисобланса-да, юқорида қайд этилган услублар асосан тезкор ва оралиқ мўлжалларга қараб фарқланади.

#### **Монетар таргетлаш режими**

Пул-кредит сиёсатини амалга оширишнинг ушбу усулида нархлар барқарорлигини таъминлаш мақсадида пул агрегатлари, резерв пуллар ва пул массаси ҳажмлари ўзгаришини назорат қилиш назарда тутилади.

Ушбу стратегиянинг самарали қўлланилиши инфляция кўрсаткичлари ва пул агрегатлари ўртасидаги мустаҳкам доимий боғлиқлик бўлишини талаб этади. Бунда инфляциянинг мақсадли кўрсаткичларига пул агрегатлари ҳажмини мақбул даражада ушлаб туриш воситасида эришилади.

Монетар таргетлаш режими 1970-чи ва 1980-чи йилларда АҚШ, Канада, Буюк Британия, Германия, Швейцария ва бошқа ривожланган давлатларда фаол қўлланилган.

Шу билан бирга, сўнгги йилларда молия бозорларининг ривожланиши ва янги молиявий инструментларнинг амалиётга жорий этилиши ҳисобига пулга нисбатан талабнинг нобарқарор даражада бўлиши мазкур усул самарадорлигининг пасайишига олиб келди. Натижада марказий банклар пул массасидаги ўзгаришларга самаралари таъсир кўрсатиш ва инфляциянинг мақсадли кўрсаткичларини таъминлаш имконияти чекланиши кузатилди.

Пул агрегатлари ва инфляция даражаси ўртасидаги боғлиқликнинг кучсизланиши туфайли кўпчилик марказий банклар томонидан пул агрегатларини таргетлаш амалиётидан воз кечилиб, инфляцион таргетлаш режимини жорий қилинишига сабаб бўлди.

Монетар таргетлаш режими пул таклифи ва талабининг кескин ўзгаришлари кузатилган ривожланаётган ва ўтиш давридаги мамлакатларда иқтисодий ривожланишнинг дастлабки йилларида самарали стратегия сифатида кенг

қўлланилган. Бунда инфляция бўйича тегишли кўрсаткичларни белгилашда иқтисодий ўсишни рағбатлантириш мақсадларидан келиб чиқилган.

1994 йилдан бошлаб<sup>1</sup> Ўзбекистонда амалга оширилган пул-кредит сиёсати ҳам пул массасининг кескин ўсиб кетишини олдини олиш орқали миллий валюта барқарорлигини таъминлаш мақсадларига қаратилди. Бунда резерв пуллар ва пул массасининг ўзгариши операцион ҳамда оралиқ мўлжаллар сифатида қўлланилди.

Мазкур режим расман монетар таргетлаш деб таснифланса-да, амалиётда миллий валютанинг алмашув курсини долларга боғлаш орқали босқичма-босқич девальвация қилиб борилганлиги туфайли баъзи халқаро институтлар ва мутахассислар томонидан ушбу режим аралаш турга киритилган.

Бир вақтнинг ўзида икки мақсадга йўналтирилган алмашув курси сиёсати ташқи шоклар вужудга келган шароитларда самарасиз эканлигини кўрсатди. Бунда бир томондан олтин-валюта захираларини ошириш вазифаси қўйилган бўлса, иккинчи томондан сўмнинг алмашув курсини маълум бир даражада ушлаб туриш мақсади кўзланган. Ўз навбатида, мазкур алмашув курси тўлов баланси ҳолати ва ташқи иқтисодий шароитларни ўзида акс эттирмаган.

Бундай сиёсат, ўз навбатида, ички валюта бозорида муаммоларни юзага келтириб, самарали пул-кредит сиёсатини юритиш имкониятларини пасайтирди. Бундан ташқари, пул-кредит инструментларидан фойдаланишнинг пассив режими монетар таргетлашни самарали қўллашда қўшимча қийинчиликлар туғдирди. Пул массаси ўзгаришини омиллар асосида таҳлили, пул массаси ўсиши турли даврларда олтин-валюта захираларининг ошиши ҳамда иқтисодиётни кредитлаш ҳажмларининг кенгайтириш ҳисобига таъминланганлигини кўрсатмоқда.

Ўз навбатида, Давлат бюджетининг мувозанатли ижроси ва ҳукумат ҳисобрақамларида маблағлар йиғилиши, шунингдек Ўзбекистон Республикаси тикланиш ва тараққиёт жамғармаси ҳисобрақамларида маблағларнинг жамланиб борилиши пул массаси ўсишини мақбуллаштирув чи омиллардан бўлган.

Айни пайтда иқтисодиётни кредитлашнинг асосий манбалари марказлашган маблағлар, шу жумладан, Ўзбекистон Республикаси тикланиш ва тараққиёт жамғармаси ҳисобидан молиялаштирилганлиги ҳамда ушбу маблағлар асосан ишлаб чиқариш технологиялари ва хомашё материалларини импорт қилиш мақсадида фойдаланилганлиги туфайли иқтисодиётда пул массаси ўсишига ва мос равишда инфляция даражасига тўғридан-тўғри таъсир кўрсатмаган.

Умуман олганда, ушбу омиллар таъсирида пул массаси тез суръатларда ошишининг олди олинган.

---

<sup>1</sup> Ўзбекистон шароитида мустақил пул-кредит сиёсатини юритиш имконияти 1994 йилда миллий валютанинг муомалага киритилганидан сўнг пайдо бўлди.

1-расм



Манба: Марказий банк

Шу билан бирга, амалга оширилган таҳлиллар натижасида инфляция даражаси, ЯИМ дефлятори ва пул массаси ўзгариши ўртасида аниқ ва барқарор ўзаро боғлиқликлар аниқланмади.

Пул айланиш тезлиги ва пул мультипликатори кўрсаткичлари ўзгариши ҳам ушбу кўрсаткичлар динамикасининг ўзгарувчан характерга эга эканлигини, пул-кредит кўрсаткичларининг мақсадли параметрларини ишлаб чиқишда хатоликларга олиб келиши мумкинлигини кўрсатади.

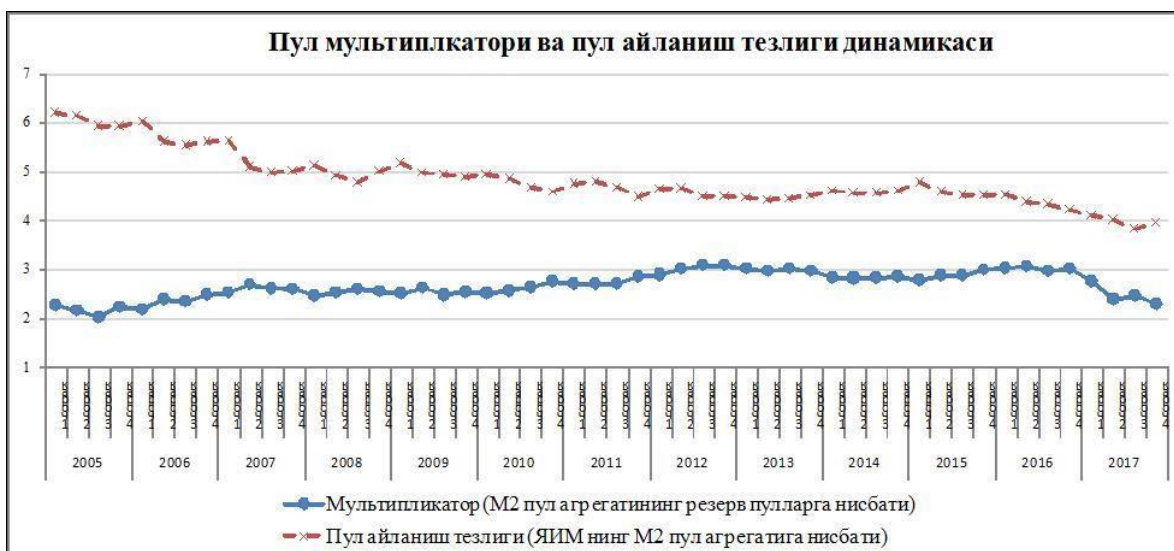
2-расм



Манба: Марказий банк

Умуман олганда, пул массасининг ЯИМ номинал ҳажмига нисбатан мўътадил даражада ўсиши инфляция босимининг сезиларли кучайишини олдини олишга хизмат қилди. Шу билан бирга, ушбу кўрсаткичлар ўртасида аниқ боғлиқликнинг мавжуд эмаслиги резерв пуллар ва пул массаси аниқ даражасини ҳисоблаш имкониятини бермайди.

### 3-расм



Манба: Марказий банк

Масаланинг яна бир муҳим жиҳати, Марказий банкнинг пул агрегатларини самарали бошқара олиши қобилияти билан боғлиқ. Одатда, марказий банклар резерв пуллар даражасини самарали бошқара оладилар, аммо пул массасини назорат қилишда қийинчиликларга дуч келадилар. Ушбу жараён асосан долларизация даражаси юқори бўлган ҳамда молия бозорлари ривожланиш босқичида турган мамлакатларда кўп кузатилади, бинобарин, бундай мамлакатларда кредит ва депозитларга бўлган талаб кескин ўзгариб туриши мумкин.

Пулга бўлган талабнинг ўзгарувчанлиги, кенг маънодаги пул массасининг таркиби, долларизация даражасининг юқорилиги каби омиллар пулга бўлган талабни аниқлаш имкониятини пасайтиради. Бундай ҳолатда, пулга бўлган талаб ва фоиз ставкалари ўртасидаги боғлиқлик суст бўлганлиги сабабли Марказий банк учун пул массасининг мақсадли даражасини сақлаб туриш вазифаси мураккаблашади. Юқорида қайд этилган муаммолар натижасида кенг маънодаги пуллар ҳажмининг оралиқ мўлжаллардан четлашиши Марказий банкнинг пул-кредит сиёсатига бўлган ишончни пасайтиради.

### Валюта курсини таргетлаш режими

Валюта курсини таргетлаш режими миллий валюта айирбошлаш курсини паст ва барқарор инфляция даражасига эга ривожланган давлатлар валютасига боғлашни назарда тутди.

Шунингдек, валюта курсини таргетлашнинг миллий валюта айирбошлаш курси тебраниши мумкин бўлган горизонтал ва шартли коридорларни ўрнатиш ҳамда реал айирбошлаш курсини асосий савдо ҳамкор давлатлар валюталари саватчасига нисбатан таргетлаш каби турлари ҳам мавжуд.

Валюта курсини таргетлаш режими иқтисодиёти экспорт, айниқса, хом-ашё товарлари экспортига боғлиқ бўлган, шунингдек, истеъмол саватида импорт товарлари юқори улушни ташкил қилган мамлакатларда фаол қўлланилади.

Мазкур режим иқтисодий инқироз кузатилган даврларда инфляция даражасини тез ва самарали пасайтириш имконини беради. Бунда пул-кредит сиёсати фақатгина



айирбошлаш курсининг мақсадли даражасини таъминлашга йўналтирилади. Жумладан, валюта курси қадрсизланганда қатъий пул-кредит сиёсати, валютанинг қадри мақсадли даражадан кўпроқ ошганда юмшоқ пул-кредит сиёсати юритилади.

Валюта курсини таргетлаш режими аниқлиги ва оддийлиги сабабли аҳоли, хўжалик юритувчи субъектлари ва бозорнинг бошқа иштирокчилари томонидан осон тушунилади.

Мазкур режимнинг яна бир ижобий томони молиявий институтлар яхши ривожланмаган шароитларда ҳам у ўзининг самарадорлигини сақлаб қолади. Бундай вазиятда валюта курсига пул-кредит сиёсати чоралари ва валюта интервенциялари орқали таъсир кўрсатилади.

Шу билан бирга, капитал оқимлари кучли бўлган даврларда ушбу режимни самарали қўллаш имконияти чекланади ва иқтисодий инқироз даврида марказий банкнинг валюта курсини барқарорлаштириш борасидаги вазифасини қийинлаштиради.

**Валюта курсини таргетлаш режимини қўлланиши қуйидаги шарт шароитлар билан чамбарчас боғлиқ:**

- валюта курсининг мақсадли кўрсаткич доирасида бўлишини таъминлашда марказий банкларнинг имконияти олтин-валюта захираларининг ҳажмига боғлиқ бўлади. Захираларнинг етарлича бўлмаслиги валюта курсининг қадрсизланишига олиб келади, бу эса кейинги даврларда ҳам девальвацион ва инфляцион кутилмаларни оширади. Бу, ўз навбатида, импорт нархларининг ошишига ҳамда ички валюта бозорида чекловларнинг ўрнатилиши натижасида иқтисодиётда хуфёна валюта бозори ва турли айирбошлаш курсларининг юзага келишига сабаб бўлади;

- миллий валюта айирбошлаш курсининг бир неча марта режали девальвацияси амалга оширилганда, девальвацион ва инфляцион кутилмаларнинг кучайиши оқибатида инфляция даражаси ошиши хатари юзага келади;

- номинал айирбошлаш курси қатъий белгиланадиган шароитда реал айирбошлаш курсининг ошиши тўлов балансининг ёмонлашишига ва иқтисодиётда девальвацион хатарларнинг ортишига олиб келади;

- нархлар даражаси ва айирбошлаш курсига бўлган босимнинг кучайиши марказий банкларнинг молиявий барқарорликни таъминлашдаги имкониятига нисбатан ишончсизликни келтириб чиқаради. Мазкур шароитда барқарорликни таъминлашга фоиз ставкаларининг оширилиши орқали эришилади. Бу эса ўз навбатида, иқтисодиётнинг реал сектори ривожланишига ўзининг салбий таъсирини кўрсатади.

Хорижий мамлакатлар, шу жумладан, мустақил давлатлар ҳамдўстлиги давлатлари тажрибаси айирбошлаш курсини таргетлаш олтин-валюта захираларининг сезиларли даражада камайиши, курснинг сунъий равишда ушлаб туриш оқибатида маҳаллий ишлаб чиқарувчилар рақобатбардошлигининг пасайиши, экспорт сектори ривожланишининг секинлашиши ва иқтисодиётнинг ташқи омилларга таъсирчанлигининг ошиши каби қатор салбий оқибатларни келтириб чиқариши мумкинлигини кўрсатмоқда.



## **Номинал якорга эга бўлмаган режим**

Пул-кредит сиёсатининг номинал мўлжалсиз режимда марказий банклар томонидан аниқ бир мақсадли номинал кўрсаткичларга эришиш бўйича мажбурият олинмайди. Бунда узоқ муддатли мақсадлар сифатида иқтисодий ўсиш суръати, юқори бандлик ва инфляциянинг паст даражаси каби мақсадлар белгиланиб, оралиқ мўлжаллар эса кенг жамоатчиликка ошкор этилмайди.

Макроиқтисодий кўрсаткичларнинг мақсадли параметрларига эришишда марказий банклар томонидан пул-кредит сиёсатининг турли миқдорий мўлжалларидан фойдаланилади.

Инфляция даражаси паст ва кам ўзгарувчан характерга эга бўлган ҳамда пул-кредит сиёсати чораларининг натижаси узоқ муддат талаб қиладиган мамлакатларда мазкур режимдан фойдаланиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

## **Инфляцион таргетлаш режими**

Пул-кредит сиёсатининг инфляцион таргетлаш режимда марказий банк томонидан инфляциянинг ўрта муддатли мақсадли даражаси эълон қилинади ва пул-кредит инструментлари ушбу инфляциянинг мақсадли кўрсаткичига эришишга йўналтирилади.

Пул-кредит сиёсатини амалга оширишнинг мазкур усули кўпгина ривожланган ҳамда ривожланаётган мамлакатларда кенг қўлланилиб келинмоқда. Инфляцион таргетлаш режими инфляция даражасининг ўзгарувчанлиги ва инерцион давомийлигини камайтиришнинг самарали усули ҳисобланиб, ўрта муддатли истиқболда барқарор ва мувозанатли иқтисодий ўсишга эришиш учун кулай шароитларни яратади.

Инфляцион таргетлаш режими дастлаб 1989 йилда Янги Зеландияда амалиётга жорий қилинган. Бугунги кунга келиб дунёнинг 30 дан ортиқ давлатлари, жумладан, Австралия, Аргентина, Бразилия, Буюк Британия, Грузия, Исроил, Ҳиндистон, Канада, Польша, Туркия, Швеция, Япония, Чехия каби давлатлар пул-кредит сиёсатининг мазкур режимдан фойдаланиладилар.

МДҲ мамлакатлари орасида Арманистон ва Россияда инфляцион таргетлаш режими қўлланмоқда. Қозоғистон ва Беларусь Республикаси марказий банклари томонидан ўрта муддатли истиқболда инфляцион таргетлаш режимига ўтиш режаси ва дастурлари эълон қилинган.

Пул-кредит сиёсатини юритишда инфляцион таргетлаш режимининг танланилиши ушбу режимнинг афзалликлари билан бир қаторда валюта курси ёки пул агрегатларини таргетлаш режимларида кузатилган қатор муаммолар билан изоҳланади.

Марказий банкнинг пул-кредит сиёсатининг мақсадлари ва асосий йўналишлари, шунингдек инфляциянинг мақсадли кўрсаткичларига эришиш бўйича мажбуриятларининг аниқ белгиланиши жамиятда ижобий иқтисодий кутилмаларнинг шаклланишига хизмат қилади.

Инфляцион таргетлаш режимда инфляция бўйича мақсадли кўрсаткичларга эришишда марказий банкнинг юқори даражадаги мустақиллиги талаб қилинади. Бунда

макроиқтисодий шароитларнинг ўзгаришларига тезкор мослашувчанлик имкониятининг мавжудлиги марказий банкка иқтисодиётдаги ички муаммоларга эътибор қаратишига имконият яратади.

Мазкур режимда марказий банк фаолияти шаффофлигининг ошиши аҳолининг инфляция кутилмаларини пасайишига ҳамда марказий банкка бўлган ишончи мустаҳкамланишига олиб келади.

Шу билан бирга, ушбу режимга ўтиш ва уни самарали амалга ошириш мамлакатда муҳим ташкилий-ҳуқуқий ва макроиқтисодий шароитлар мажмуини талаб қилади.

Хусусан, паст ва барқарор инфляция даражасига эришиш вазифаси марказий банкнинг пул-кредит сиёсатини амалга оширишдаги нафақат расман балки амалда ҳам бош мақсади бўлиши керак.

Марказий банк оралиқ мўлжал сифатида хизмат қилувчи нархлар динамикасидаги ўзгаришлар прогнози асосида инфляция бўйича мақсадли кўрсаткичга эришиш юзасидан мажбурият олади. Бошқа макроиқтисодий кўрсаткичлар (иқтисодий ўсиш, пул массаси, айирбошлаш курси ва бошқалар) бўйича мақсадли мўлжаллар расмий равишда қабул қилинмайди.

Бунда марказий банк амалдаги инфляция даражаси ва кутилаётган нархлар динамикасига баҳо беришда ишончли таҳлилий ва прогнозлаштириш базасига эга бўлиши талаб этилади. Таҳлилларнинг сифатли бўлиши кўп жиҳатдан, ички бозордаги нархларнинг реал динамикасини ўзида акс эттирувчи ишончли ва батафсил статистик маълумотларнинг мавжудлигини талаб этади.

Инфляцион таргетлаш режимининг самарадорлиги кўп жиҳатдан, марказий банкнинг инфляция бўйича миқдорий мўлжалларни белгилаш ва пул-кредит инструментларини танлашдаги мустақиллиги даражаси билан боғлиқ.

Шунингдек, бу режимни қўллашда фискал сиёсатнинг пул-кредит сиёсатидан устунлик қилмаслиги, яъни пул-кредит сиёсатининг солиқ-бюджет соҳасидаги мақсадларга қаратилмаслиги талаб этилади.

Инфляцион таргетлаш режимда инфляция бўйича мақсадли кўрсаткичларга эришишда аҳоли ва бизнес вакилларининг инфляцион кутилмалари муҳим аҳамият касб этиши туфайли олиб борилаётган пул-кредит сиёсатига жамиятнинг ишончини мустаҳкамлаш долзарб вазифалардан бири ҳисобланади.

Бунда марказий банк фаолиятининг шаффофлиги ҳамда аҳоли билан мулоқот тизимининг кучайтирилиши юқоридаги вазифалар ижросини таъминлашга хизмат қилади. Хусусан, марказий банк доимий равишда статистик маълумотларни чоп этиб, мақсадли кўрсаткичларга эришиш юзасидан кўрилаётган чоралар тўғрисида жамият ва иқтисодиётнинг реал сектори иштирокчиларини хабардор қилиб боради.

Инфляцион таргетлаш режимда марказий банкнинг фоиз ставкаси пул-кредит сиёсатининг асосий инструменти бўлганлиги учун мазкур режимнинг натижадорлиги мамлакатдаги молия институтлари ва бозорларининг ривожланганлик даражасига боғлиқ ҳисобланади.

Бунда, марказий банк пул бозоридаги фоиз ставкалари даражаси ва

динамикасига ликвидликни тақдим этиш ёки ликвидликни қайтариб олиш операциялари орқали таъсир кўрсатади.

Мазкур ҳолатда, марказий банк томонидан белгиланадиган инфляция ўзгаришининг оралиқ интервали амал қилиши муҳим аҳамият касб этади. Марказий банк томонидан асосий эътибор мақсадли кўрсаткичларнинг мазкур интервал доирасида бўлишини таъминлашга қаратилади.

Ушбу параметрлар бажарилмаган ҳолатларда марказий банк томонидан тафовутларнинг сабабларига тушунтириш берилиши ва кейинги даврда амалга оширилиши лозим бўлган чоралар хусусида аниқ позиция шакллантирилиши лозим.

Шу билан бирга, хорижий мамлакатлар тажрибасида инфляцион таргетлаш режими қўлланилишининг таҳлили мазкур режимни амалиётга жорий этиш жараёнида қатор муаммоли ҳолатлар мавжудлигини кўрсатмоқда.

Хусусан, ривожланаётган ва МДҲ мамлакатларида инфляцияга таъсир қилувчи асосий омиллар номонетар хусусиятга эгаллиги ҳамда уларнинг марказий банк назорати доирасидан ташқарида эканлиги пул-кредит сиёсати инструментларини қўллаш самарадорлигини сезиларли даражада чеклайди.

Шунингдек, мақсадли кўрсаткич сифатида ҳақиқий вазиятни ўзида акс эттирувчи нархлар индексининг танланиши ҳам инфляцион таргетлаш режимини қўллашнинг яна бир муҳим талабларидан ҳисобланади.

Айрим мамлакатларда истеъмол баҳолари индекси (ИБИ) ўрнига жаҳон бозорларидаги нархлар ўзгариши, маъмурий ўрнатиладиган нархлар, мавсумийлик каби қатор омилларни истисно этувчи индекслардан фойдаланилади. Ўзгартирилган кўрсаткичларнинг қўлланилиши расмий ИБИ ёки ЯИМ дефлятори билан тафовутларнинг келиб чиқиши хатарларини оширади.

Инфляцион таргетлаш режимининг амалиётга жорий қилиш хусусиятлари турли мамлакатларда бир-биридан фарқланса-да, умуман олганда, эришилган натижалар мазкур усулнинг ривожланган мамлакатлар, шунингдек, ўтиш даври иқтисодиёти мамлакатларида самарали бўлганлигидан далолат беради. Инфляцион таргетлаш режимининг жорий қилиниши иқтисодий сиёсатни кенг кўламда такомиллаштиришни талаб этади.

Мисол учун, Лотин Америкасида инфляцион таргетлашнинг қўлланилиши солиқ-бюджет сиёсатининг ҳам қайта кўриб чиқилишини тақозо қилган. Шунингдек, инфляцион таргетлаш режимини амалиётга жорий қилган мамлакатларда макроиқтисодий кўрсаткичлар сифатининг яхшиланиши, марказий банкнинг техник ҳамда таҳлилий-прогнозлаштириш имкониятларининг ошиши кузатилади.

Инфляцион таргетлашнинг натижадорлиги кўп жиҳатдан пул-кредит сиёсати фоиз канали самарадорлигига боғлиқлигини инобатга олиб, хорижий мамлакатларда асосий эътибор молия тизимини ривожлантириш ва барқарорлигини таъминлашга қаратилмоқда.

#### **IV. Ўзбекистонда инфляцион таргетлаш режимини жорий этиш истиқболлари**

Барқарор иқтисодий ривожланиш ва макроиқтисодий сиёсатни амалга ошириш усулларининг бозор инструментларидан фойдаланиш асосида тубдан қайта кўриб чиқилиши муносабати билан ички бозордаги нархлар барқарорлигини таъминлаш пул-кредит сиёсатининг бош мақсади сифатида белгиланди.

Бунда инфляция суръатини пасайтириш ва уни паст даражада сақлаб туриш ўрта муддатли истиқболда макроиқтисодий барқарорлик ва иқтисодий ўсишни таъминлашда асосий шарт сифатида қаралади.

Ички валюта бозорининг либераллаштирилиши пул-кредит сиёсатининг тамойил ва усулларини босқичма-босқич инфляцион таргетлашга қаратиш учун зарур бўлган асосни яратади. Ўрта ва узоқ муддатли истиқболда нархлар барқарорлигини таъминлашда инфляцион таргетлаш самарали усул ҳисобланади.

Ўзбекистон шароитида инфляцион таргетлаш режимининг танланиши қатор сабаблар билан изоҳланади. Биринчидан, бугунги кунда инфляцион таргетлаш пул-кредит сиёсатининг таъсирчан режими сифатида ўзини намоён қилиб, ўрта муддатли истиқболда нархлар барқарорлигини таъминлаш мақсадига энг мувофиқ келувчи режим ҳисобланади.

Иккинчидан, монетар агрегатлар ёки валюта алмашув курсини таргетлаш каби режимларнинг амалиётга қўлланилиши тажрибаси уларнинг Ўзбекистон шароити ва замонавий талабларга мос келмаслигини кўрсатмоқда.

Хусусан, валюта алмашув курсини таргетлаш режимида курснинг доимий тарзда мақсадли даражада сақлаб турилиши халқаро резервларни сезиларли даражада камайтириб, валюта инқирозининг келиб чиқиш хатарини оширади. Валюта алмашув курсини таргетлаш режимида валюта курсини мос равишда ўзгартириш орқали ташқи салбий таъсирларни мўътадиллаштириш имконияти чекланади.

Бундан ташқари, мазкур режимда Марказий банкнинг асосий эътибори фақатгина валюта алмашув курсининг мақсадли даражасини таъминлашга қаратилиши туфайли ички мақсадларга қаратилган мустақил пул-кредит сиёсатини амалга ошириш имконияти чекланади.

Бошқа томондан, иқтисодиётни либераллаштириш ва таркибий ўзгартириш, шунингдек, хуфёна иқтисодиётнинг сезиларли даражада мавжуд бўлиши шароитларида пул агрегатларининг кескин ўзгариши кузатилиши мумкин. Бу эса, ўз навбатида, монетар таргетлаш режими доирасида мақсадли кўрсаткичларни ўрнатиш ва унга эришиш вазифасини мураккаблаштиради.

Шу билан бирга, пул агрегатлари ва инфляция орасидаги барқарор боғлиқликнинг пасайиши монетар таргетлаш режими самарадорлигини камайтиради.

Мамлакатимизда валюта сиёсатини либераллаштириш борасида амалга оширилган чора-тадбирлар ҳамда нархлар барқарорлигини таъминлаш бўйича аниқ мақсадларнинг белгиланиши инфляцион таргетлашга ўтиш учун таянч шарт-шароитлар яратади.

**Халқаро тажрибага асосан, инфляцион таргетлаш режимига ўтиш қўйидаги йўналишлар бўйича макроиқтисодий шароитлар мавжудлигини ва комплекс чора-тадбирлар амалга оширилишини талаб қилади:**

- пул-кредит сиёсатини юритиш, яъни трансмиссион механизм самарадорлигини ошириш;
- валюта бозори фаолиятини янада либераллаштириш ва такомиллаштириш;
- пул-кредит сиёсатининг мавжуд инструментларини такомиллаштириш ва янги замонавий бозор инструментларини жорий этиш;
- банклараро пул бозори фаолиятининг шаффофлигини ошириш ва ривожлантириш;
- макроиқтисодий прогнозлаш ва таҳлил қилиш салоҳиятини мустаҳкамлаш;
- пул-кредит сиёсатининг пировард мақсади ва қўлланиладиган инструментлар тўғрисида кенг жамоатчиликни хабардор қилиш мақсадида пул-кредит сиёсатининг аниқлиги ва шаффофлигини ошириш;
- коммуникацион сиёсатни такомиллаштириш;
- Марказий банкнинг институционал базасини ривожлантириш;
- молия бозорини, шу жумладан, давлат қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш;
- макроиқтисодий сиёсатни самарали мувофиқлаштириш;
- иқтисодиётнинг барча тармоқларида таркибий ислохотларни муваффақиятли амалга ошириш.

Умуман олганда, инфляцион таргетлашга ўтиш пул-кредит сиёсатининг барча асосий йўналишларини тубдан қайта кўриб чиқиш ва такомиллаштиришни талаб қилади. Ушбу концепцияда назарда тутилган тадбирларнинг босқичма-босқич амалга оширилиши бозор механизмлари ва инструментлари асосида пул-кредит сиёсати самарадорлигини ошириш бўйича стратегик вазифалар бажарилиши учун асос бўлиб хизмат қилади.

Пул-кредит сиёсатини амалга ошириш ва ривожлантириш бўйича ушбу Концепция ўз ичига 2018-2021 йиллар учун мўлжалланган чора-тадбирлар “йўл харитаси”ни қамраб олади.

Мазкур йўл харитасини ишлаб чиқишда асосий эътибор инфляцион таргетлашнинг механизм ва тамойилларини ўрта муддатли истиқболда самарали жорий қилиш учун зарурий шарт-шароитларни яратиш бўйича чораларни амалга оширишга қаратилди.

**Пул-кредит сиёсатининг трансмиссион (ўтказиш) механизми**

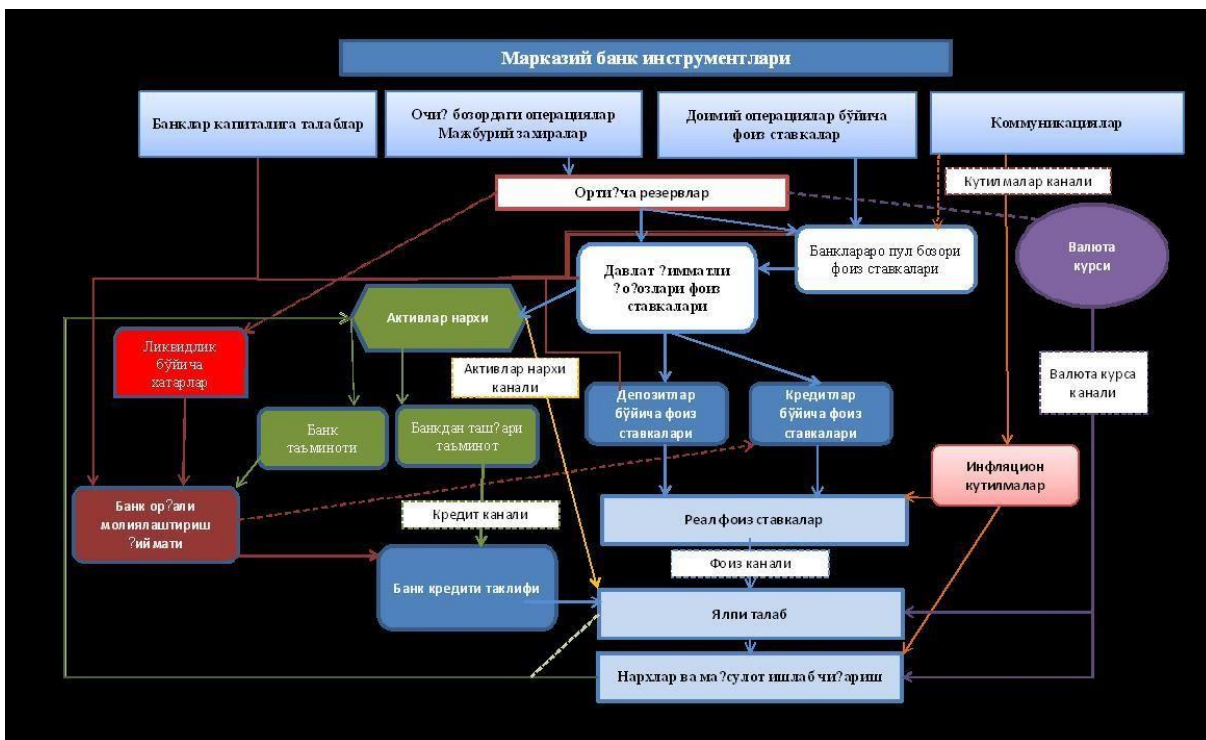
Иқтисодиётда нархлар барқарорлигини таъминлашда пул-кредит сиёсати чораларининг ялпи талаб ва инфляция даражасига самарали таъсир механизмнинг мавжудлиги хал қилувчи аҳамият касб этади.

Инфляцион таргетлаш режимида Марказий банк инфляция бўйича қўйилган

мақсаддан келиб чиқиб, фоиз ставкаларини ўзгартиради ва ўрнатади. Иқтисодиётда инфляцион хатарлар кучайганда, Марказий банк анъанавий тарзда фоиз ставкаларини ошириш орқали пул-кредит қатъийлаштиради. Ушбу чораларнинг иқтисодиётнинг реал секторига таъсир қилиш даражаси ва муддатлари пул-кредит сиёсати трансмиссион механизмларининг самарадорлиги билан белгиланади.

Пул-кредит сиёсатининг трансмиссион механизми ўзида Марказий банк фоиз ставкалари ўзгаришининг иқтисодий фаолликка ва пировардида инфляция даражасига таъсир ўтказиш жараёнини акс эттиради.

4-расм<sup>2</sup>



Манба: Марказий банк

Пул-кредит сиёсатининг иқтисодиётга таъсири алоҳида трансмиссион каналлар орқали амалга оширилади.

#### Асосий каналлар сифатида қуйидагиларни кўрсатиш мумкин:

- фоиз канали;
- кредит канали;
- валюта курси канали;
- инфляцион кутималар канали;
- активлар баҳоси канали.

**Фоиз канали** пул-кредит сиёсатининг иқтисодиётга таъсир этувчи анъанавий канали ҳисобланади. Марказий банк фоиз ставкасининг ўзгариши иқтисодиётдаги умумий фоиз ставкалари даражасига таъсир кўрсатиб, инвестиция/жамғарма

<sup>2</sup> Маехл Н., Монетар сиёсатни қўллаш: Ривожланаётган монетар режимларга эга мамлакатлардаги операцион масалалар (ХВФ).

даражасини ўзгартириш орқали иқтисодиётдаги ялпи талабнинг ўзгаришига олиб келади. Ялпи талабнинг ўзгариши, ўз навбатида, инфляция даражасига таъсир этади.

Марказий банкнинг асосий фоиз ставкаси ва ялпи талаб орасида тўғридан-тўғри боғлиқлик мавжуд бўлмасада, фоиз ставкаси ўзгаришининг таъсири бошқа каналлар орқали ҳам амалга ошади. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки қайта молиялаш ставкасининг иқтисодиётдаги фоиз ставкаларига таъсири бўйича таҳлиллар улар орасида барқарор боғлиқлик мавжудлигини кўрсатмоқда.

Айни вақтда трансмиссион механизм фоиз каналининг таъсирини Ўзбекистон шароитида чекланганлигини банклараро пул бозорининг шаффоф эмаслиги ва етарлича ривожланмаганлиги билан изоҳлаш мумкин.

Хусусан, банклараро пул бозорида тижорат банклари фаоллиятининг сустиги ва операциялар ҳажмларининг кичиклиги фоиз каналининг самарадорлигини пасайтиради.

2017 йилнинг иккинчи ярмидан Марказий банк томонидан тижорат банкларига қисқа муддатли ликвидликни тақдим қилиш операциялари фаоллаштирилди. Лекин бунда ягона банклараро пул бозорининг мавжуд эмаслиги ҳамда пул-кредит инструментлари таъсирининг чекланганлиги амалга оширилаётган чоралар самарасини пасайтирмоқда.

Юзага келган ҳолатдан келиб чиқиб ҳамда пул-кредит сиёсати трансмиссион механизмнинг фоиз каналини кучайтириш ва пул бозорини самарали тартибга солиш мақсадида 2018 йилнинг биринчи ярим йиллигида қисқа муддатли пул ресурсларини жалб қилиш ва жойлаштириш бўйича банклараро пул бозорининг ягона электрон платформасини яратиш кўзда тутилган.

Шу билан бирга, пул-кредит сиёсатининг трансмиссион механизмнинг фоиз каналини мустаҳкамлашда зарурият туғилганда Марказий банк томонидан банк тизимидаги ортиқча ликвидликни жалб қилиш бўйича операциялар амалга оширилади.

Шуни таъкидлаб ўтиш жоизки, пул-кредит сиёсатининг трансмиссион механизми самарадорлигини таъминлаш ва фоиз инструментларини оптималлаштириш мақсадида Марказий банкнинг пул-кредит сиёсатининг асосий кўрсаткичи сифатида асосий ставка ва фоиз коридорини 2019 йилдан амалиётга жорий қилиш кўзда тутилган.

Ликвидлик тақдим этиш ва жалб қилиш бўйича пул-кредит сиёсати инструментлари турларининг кенгайтирилиши Марказий банкнинг асосий операциялари бўйича фоиз коридорини шакллантиришга хизмат қилади.

Иқтисодиётни либераллаштириш ва унда бозор механизмлари таъсирининг ошиб бориши билан бир қаторда фаол пул-кредит сиёсатининг амалга оширилиши трансмиссион механизмнинг фоиз каналини сезиларли даражада мустаҳкамлаб боради.

**Кредит канали** пул-кредит сиёсатининг асосий таъсир каналларидан бири бўлиб, ушбу канал орқали фоиз ставкаси иқтисодиётнинг реал секторидаги



жараёнларга ўз таъсирини кўрсатади. Мазкур каналнинг самарадорлиги кўп жиҳатдан кредит ресурсларига бўлган талаб ва таклифнинг Марказий банк фоиз ставкаларининг ўзгаришига нисбатан таъсирчанлигига боғлиқ ҳисобланади.

Бугунги кунда иқтисодиётдаги пул массаси ошишининг асосий қисми кредит канали ҳиссасига тўғри келганлиги боис, унинг ўзгариши ички бозордаги нархлар даражасига ўзининг салмоқли таъсир кўрсатади.

Хусусан, 2017 йил биринчи ярим йиллигида тижорат банклари томонидан иқтисодиётнинг реал секторини кредитлаш ҳажмларининг сезиларли даражада оширилиши пул массаси ўсиш суръатининг тезлашиши ва иқтисодиётдаги инфляцион босимнинг кучайишига олиб келди. Иқтисодиётни кредитлаш даражасини барқарорлаштириш мақсадида 2017 йилнинг иккинчи ярмидан Марказий банк томонидан қайта молиялаш ставкаси 14 фоизгача оширилиб, пул-кредит сиёсати қатъийлаштирилди.

Бу эса, ўз навбатида, кредит ресурслари фоиз ставкаларининг ошишига олиб келди. Шунингдек, умумий депозит ва кредитлар таркибида хорижий валютадаги депозит ва кредитлар улушининг юқорилиги ҳамда хуфёна иқтисодиётнинг мавжудлиги каби омиллар иқтисодиётни кредитлаш ҳажмига таъсир кўрсатишга асосланган пул-кредит сиёсатининг самарадорлигини сезиларли даражада пасайтирмақда.

Ўз навбатида, тижорат банклари томонидан кредитларни бозор шартлари асосида берилмаслиги, яъни ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш давлат дастурлари доирасида имтиёзли ва мақсадли кредитлар берилиши кредит канали самарадорлигининг пасайишига сабаб бўлмоқда.

Бундай ҳолатларда Марказий банк тижорат банкларига нисбатан пруденциал назорат талабларини кучайтириш ва пул-кредит сиёсатининг инструментларидан оқилна фойдаланиш асосида миллий валютадаги кредит ва депозитларнинг жозибадорлигини ошириш сиёсатини фаол равишда олиб боришни кўзда тутмоқда.

Марказий банкнинг фоиз сиёсатини амалга оширишда кредит ресурсларини молиялаштириш манбалари хусусиятлари инобатга олиниб, бозор механизмларига асосланмаган кредитлар таъсирини камайтириш бўйича чоралар кучайтирилади.

**Валюта курси канали.** Мазкур канал таъсири пул-кредит сиёсати шартларининг ўзгариши натижасида алмашув курсининг ички ҳамда ташқи товар ва хизматларга бўлган нисбий талабнинг ўзгариши орқали намоён бўлади.

Бошқа томондан, Марказий банк фоиз ставкасининг ўзгариши миллий валютадаги молиявий активлар даромадлилик даражасининг мос равишда ўзгаришига олиб келиб, алмашув курсига ўз таъсирини кўрсатиши мумкин.

Ички валюта бозорининг либераллаштирилиши жараёнида миллий валюта алмашув курсининг девальвацияси аҳолининг инфляцион кутилмаларини ошириб, валюта каналининг инфляцион кутилмалар канали билан алоқасини кучайтирди.

Бунда, инфляцион таргетлашга ўтиш алмашув курсининг эркин бозор шароитида шаклланиши талаб қилинишини инобатга олиб, валюта курси канали ва аҳолининг инфляцион кутилмалари даражаси орасидаги алоқадорликнинг мунтазам

равишда камайтириб борилиши ўрта муддатли даврдаги муҳим вазифалардан бири ҳисобланади. (*валюта сиёсати қисмида батафсил ёритилган*)

**Инфляцион кутилмалар канали** пул-кредит сиёсатининг инфляцион таргетлаш режими доирасида амалга оширилишида инобатга олиниши лозим бўлган асосий омиллардан бири ҳисобланади.

Иқтисодий жараёнлар иштирокчилари қарорлар қабул қилишларида нафақат реал бозор шароитларини, балки уларнинг келажақдаги ўзгариш эҳтимолини ҳам инобатга олишларида инфляцион кутилмалар канали асосий аҳамият касб этади. Хусусан, корхона ва тадбиркорлар нархларни ўрнатишлари ва келажақда иш ҳақи ўзгаришини баҳолашлари учун инфляцион кутилмалар муҳим ҳисобланади.

Шу ўринда, мазкур каналнинг асосий хусусияти корхона ва ташкилотлар томонидан маҳсулот ва хизматлар нархларини шакллантирилишида намоён бўлади. Бунда, келажақда инфляция даражасининг ошишини кутаётган корхона ва ташкилотлар нархларни оширади, бу эса жорий инфляция даражасининг ўсишига олиб келади.

Шуни таъкидлаш жоизки, кутилмалар канали юқорида келтирилган тўртта каналларнинг барчаси билан ўзаро боғлиқдир. Масалан, пул бозоридаги фоиз ставкалари динамикасининг шаклланиши кўп жиҳатдан келажақда кутилаётган ставкалар даражасига боғлиқдир.

Иқтисодиётда инфляцион кутилмаларнинг марказий банк мақсадли кўрсаткичларига нисбатан юқори даражада бўлиши жамиятда инфляцияни марказий банк томонидан тўла назоратга олиш борасидаги шубҳаларни келтириб чиқаради. Мазкур вазият фоиз ставкасини кескин ошириш заруриятини туғдириши мумкин.

Ўзбекистон шароитида иқтисодиётни таркибий ўзгартириш ва эркинлаштириш жараёнлари амалга оширилаётган даврда инфляцион кутилмалар ошиши ва келажақда маълум муддат давомида сақланиб қолиши мумкин.

Инфляцион таргетлаш режимига ўтиш Марказий банкнинг келажақда амалга оширилиши кутилаётган сиёсатига жамоатчилик ишончини ошириш ва шу аснода ижобий инфляцион кутилмалар шаклланишига эришишни талаб этади.

Аҳоли ва хўжалик юритувчи субъектларнинг келажақда нархлар ўзгариши юзасидан кутилмаларини баҳолаш ва мониторинг қилиш, шунингдек, мазкур кутилмаларнинг хусусиятлари ҳамда унга таъсир кўрсатувчи омилларни атрофлича ўрганиш мақсадида 2018 йилдан бошлаб Марказий банк томонидан истеъмол нархлари динамикаси ва инфляцион кутилмаларни ўрганиш юзасидан кузатувлар ва сўровлар олиб бориш амалиёти жорий қилинди.

Бунда, Марказий банк томонидан инфляцион кутилмалар шаклланиш жараёнини ўрганиш, таҳлил қилиш ва уларни моделлаштириш салоҳиятини такомиллаштиришга алоҳида эътибор қаратилади.

**Активлар нархлари** каналининг инфляция даражасига таъсири пул-кредит сиёсатининг ўзгариши натижасида активлар нархларининг ўзгариши туфайли кузатилади.

Хусусан, мазкур канал самарали амал қилган шароитда пул-кредит шартларининг енгиллаштирилиши ҳисобига давлат қарз мажбуриятлари бўйича фоиз ставкасининг пасайиши молиявий ресурсларнинг даромадлилиги юқорироқ бўлган муқобил активларга қайта йўналтирилишига олиб келади. Натижада муқобил активларнинг нархи ва бунга мос равишда инфляция даражасининг ошиши кузатилади.

Таъкидлаш жоизки, давлат облигациялари, капитал ва кўчмас мулк бозорларининг ривожланганлик даражаси ва самарали фаолияти, ўз навбатида, мазкур канал таъсирчанлигини белгилайдиган асосий омиллардан ҳисобланади.

Бунда марказий банк пул-кредит сиёсати инструментларининг самарадорлик даражаси мазкур сиёсатдаги ўзгаришларнинг (қисқа муддатли фоиз ставкалари, резерв пуллар) бошқа соҳа ва тармоқларга таъсири хусусияти, тезлиги ва интенсивлиги орқали белгиланади.

Умуман олганда, ўтказиш каналларининг амал қилиши банк ва молия соҳасидаги рақобат муҳити, муқобил молиялаштириш манбаларининг мавжудлиги, молиявий бозорларнинг ривожланганлик даражаси ва самарадорлиги, молиявий воситачилик хизматларининг сифати ва қамрови, валюта курси режими, капиталлар ҳаракати, инвестиция учун хафсиз молиявий инструментларнинг мавжудлиги каби бир қатор омилларга боғлиқ.

### **Ички валюта бозорини янада либераллаштириш ва курс сиёсатини такомиллаштириш бўйича чора-тадбирлар**

Инфляцион таргетлаш режимига ўтиш бозор механизмлари асосида эркин шаклланидиган сузиб юрувчи валюта курсининг амал қилишини талаб этади.

Бунда, Марказий банкнинг валюта сиёсати ва интервенция стратегиясининг аниқ белгилаб олиниши, шаффофликнинг таъминланиши ҳамда қабул қилинаётган қарорларни валюта бозори иштирокчилари томонидан тўлиқ тушунилиши муҳим аҳамият касб этади.

Шу муносабат билан, ички валюта бозорини эркинлаштиришда миллий валюта айирбошлаш курсининг шаклланишида бозор шароитларини таъминлашга қаратилган чора-тадбирларнинг давом эттирилиши Марказий банкнинг мазкур йўналишдаги устувор вазифаси бўлиб қолади.

Ушбу мақсадда Марказий банкнинг валюта курслари шаклланиш жараёнига аралашувини камайтириб бориш, валюта интервенцияси стратегиясини эркин сузиб юрувчи валюта курси тамойиллари асосида такомиллаштириш ҳамда иқтисодиёт субъектлари ва валюта бозори иштирокчиларини янги шароитларда ишлашга тайёрлаб бориш кўзда тутилмоқда.

Ўрта муддатли даврда Марказий банк интервенцияларининг валюта курси шаклланишига юқори даражада таъсир кўрсатишининг олдини олиш мақсадида кейинги даврларда амалга ошириладиган интервенциялар нейтрал хусусиятга эга бўлади.

Халқаро амалиётда валюта бозорида алмашув курсининг эркин ўрнатилишида марказий банкнинг минимал иштироки талаб этилади. Бунда фақатгина инқирозли

вазиятлар юзага келгандагина валюта курсининг кескин тебранишларини олдини олиш ва валюта бозорини барқарорлаштириш мақсадида Марказий банк интервенцияни амалга оширади.

Бироқ Ўзбекистон шароитида Марказий банкнинг валюта бозорида мунтазам иштирок этиш зарурияти Марказий банк томонидан маҳаллий ишлаб чиқарувчи корхоналардан монетар олтин ва бошқа қимматбаҳо металлларни бевосита сотиб олиниши билан изоҳланади.

Қимматбаҳо металлларнинг бевосита Марказий банк томонидан сотиб олиниши миллий валютадаги маблағларнинг тўғридан-тўғри иқтисодиётга тушишига ва инфляцион хатарлар ошишига олиб келади. Айтилиши вақтда қимматбаҳо металлларни сотишдан тушадиган валюта маблағлари эса ички валюта бозорига тушмайди.

Марказий банк томонидан қимматбаҳо металлларнинг тўғридан-тўғри харид қилишининг салбий таъсирини олдини олиш ва валюта бозори мувозанатлилигини таъминлаш мақсадида Марказий банк валюта бозорида тегишли миқдорларда хорижий валютанинг мунтазам сотувини амалга ошириб боради.

Халқаро амалиётда ишлаб чиқарувчилардан қимматбаҳо металлларни харид қилиш ва валюта тушумларини ички валюта бозорида сотиш борасидаги тўлақонли ва самарали воситачилик функциясини Марказий банк томонидан бажарилиши тўғридан-тўғри интервенция ҳисобланмайди.

Бунда Марказий банк томонидан хорижий валютанинг сотилиши фақатгина воситачилик хусусиятига эга бўлиб, Марказий банкнинг валюта бозоридаги фаол иштироки алмашув курсини бошқариш мақсадини кўзламайди ҳамда классик маънодаги интервенция деб ҳисобланмайди.

Бугунги кунда аҳолининг инфляцион кутилмалари кўп жиҳатдан валюта бозоридаги алмашув курсининг динамикаси билан боғлиқлигини инобатга олган ҳолда, қисқа муддатли даврда миллий валюта курсининг барқарорлигини таъминлаш пул-кредит сиёсатининг муҳим вазифаларидан бири ҳисобланади.

**Бунда, алмашув курси барқарорлигини таъминлаш вазифаси бевосита марказий банкнинг тўғридан-тўғри интервенциялари ҳисобига эмас, балки қуйидаги чораларни босқичма-босқич равишда амалга ошириш орқали таъминланади:**

- қисқа муддатли даврда валюта курси ўзгариши тебранишлари кенглигини босқичма-босқич ошириш йўли билан валюта бозоридаги талаб ва таклиф мувозанатига эришиш ҳамда валюта бозорини таъминланганлик даражасини ошириш;

- пул-кредит сиёсатининг фоиз ва бошқа инструментларини устувор равишда қўллаш ҳамда банк тизимида тегишли ҳажмдаги ликвидликни сақлаб туриш орқали валютага бўлган талабга таъсир кўрсатиш.

Ушбу мақсадларга эришиш учун Марказий банк “халқаро валюта захираларининг нейтраллиги” тамойилига амал қилади, яъни ишлаб чиқарувчилардан қимматбаҳо металлларни харид қилиш натижасида банк тизимига тушган миллий валютадаги маблағларнинг стерилизациясини амалга оширади.

Шу билан бирга, иқтисодиётда мавжуд юқори инфляцион босимнинг миллий валюта курси барқарорлигига салбий таъсирини инобатга олиб, келажакда валюта курсининг барқарорлигини таъминлаш кўп жиҳатдан инфляция даражасини пасайтиришга боғлиқ бўлади.

Реал алмашув курсининг мувозанатли даражасини таъминлаш учун валюта курсининг динамикаси ички бозордаги ҳамда асосий савдо ҳамкор мамлакатлардаги нархлар даражасининг ўзгаришини ўзида акс эттириши керак.

Ушбу жиҳатлар ҳамда валюта бозорининг жорий ривожланганлик даражасини инобатга олган ҳолда, Марказий банк интервенция сиёсатида дастлабки босқичларда асосий эътибор фундаментал омиллар эмас, балки қисқа муддатли даврда валюта бозорида талаб ва таклифнинг номувофиқлиги натижасида юзага келадиган валюта курсидаги кескин тебранишларнинг олдини олишга қаратилади.

Ўрта муддатли истиқболда ички валюта бозорини ривожлантириш вазифасига валютани тартибга солиш ва валюта курси шаклланишини либераллаштириш, жумладан, алмашув курси тебраниши чегараларини ошириш воситасида эришилади.

Бу, ўз навбатида, валюта бозорининг ривожланиш ва таъминланганлик даражасини оширишга ҳамда валютага бўлган талаб ва таклифнинг мувозанатига эришиш учун бозор механизмларини такомиллаштиришга хизмат қилади.

Валюта свопи, валюта опционлари, фьючерслар ва шу каби инструментларни амалиётга жорий қилиниши валюта бозорини ривожлантириш ва валюта алмашув курси барқарорлигини таъминлаш учун қўшимча имкониятларни яратади.

### **Амалдаги пул-кредит сиёсати инструментларини такомиллаштириш ва замонавий бозор инструментларини жорий этиш**

Инфляцион таргетлаш режимига ўтиш жараёнида самарали пул-кредит сиёсатини амалга ошириш, ўз навбатида, пул-кредит сиёсати инструментлари таъсирини чекловчи омилларни аниқлаш ва бартараф қилишни талаб этади.

Иқтисодиётда нархлар барқарорлигини таъминлаш вазифаси пул-кредит сиёсати инструментлари самарадорлигига ҳамда унинг трансмиссион механизмини кўрилатган чораларни иқтисодиётнинг бошқа тармоқларига ўз вақтида ва тўлиқ ўтказиш имкониятига боғлиқ.

Пул-кредит сиёсатини ривожлантиришнинг ҳозирги босқичида замонавий пул-кредит инструментларини жорий этиш, амалдагиларини такомиллаштириш ва уларнинг таъсир механизмини мустаҳкамлаш, шунингдек ички иқтисодий чекловларни бартараф этиш бўйича комплекс чора-тадбирларни амалга оширишга устувор равишда эътибор қаратилади.

### **Мажбурий захира талаблари**

Янги иқтисодий воқелиқда пул-кредит инструментларидан фойдаланиш самарадорлигини ошириш чора-тадбирлари комплексида мажбурий захира талабларини такомиллаштириш ҳам кўзда тутилган. Бунда, амалдаги мажбурий захиралаш тартиби банкларнинг ликвидлигига қўйилган пруденциал талабларни

ҳисобга олган ҳолда захиралаш меъёрлари, валютаси ва ҳисоблаш базаларини оптималлаштириш орқали такомиллаштирилади.

Мажбурий захиралашнинг амалдаги тартибига мувофиқ, захиралаш валютаси тижорат банклари томонидан мустақил танланади. Мазкур амалиёт банкларга валюта активларини мажбурий захирага йўналтириш орқали сақлаш ва бунинг натижасида бўшайдиган миллий валютадаги маблағлардан фойдаланиш имкониятини яратмоқда.

Бугунги кунда тижорат банкларининг Марказий банкдаги мажбурий захиралари таркибида хорижий валютанинг улуши умумий сумманинг 90 фоизидан зиёдини ташкил этаётганлиги ушбу инструментнинг сўм ликвидлигини тартибга солиш самарадорлигини пасайтирмоқда.

Натижада тижорат банклари миллий валютадаги қўшимча молиявий ресурсларга эга бўлиши пул-кредит сиёсати инструментлари таъсирчанлигининг камайишига ҳамда банк тизими ликвидлигини бошқаришдаги мажбурий захиралаш инструменти самарадорлигининг пасайишига олиб келмоқда.

Халқаро тажрибани ўрганиш натижалари мазкур инструмент самарадорлигини ошириш ва қўлланилаётган меъёрларнинг банк тизими ликвидлигига таъсирини аниқ баҳолаш мақсадларида тижорат банклари томонидан захиралаш валютасини эркин танлаш имкониятини чегаралаш мақсадга мувофиқлигини кўрсатмоқда.

Мажбурий захиралар шакллантириладиган мажбуриятлар рўйхатини қайта кўриб чиқиши, жумладан, рўйхатга жисмоний шахслар депозитлари ва бошқа молиявий ресурс манбаларининг киритилиши захиралаш тартибидаги мавжуд тафовут ва номутаносибликларни камайтириш имконини беради.

Депозит ва кредитларларнинг умумий ҳажмида хорижий валютадаги депозит ва кредитлар улушининг юқорилиги пул-кредит сиёсати инструментларининг самарадорлигини чекловчи яна бир омил ҳисобланиб, амалдаги мажбурий захиралаш тартибининг такомиллаштирилишини тақозо қилади.

Шу билан бирга, Базел III қоидаларида кўзда тутилган талаблардан ташқари банклар ликвидлигига қўшимча пруденциал талабларнинг ўрнатилиши мажбурий захиралаш меъёрларининг аниқ таъсирига баҳо беришни қийинлаштиради. Бу борада юзага келиши мумкин бўлган такрорланишларнинг олдини олиш мақсадида захиралаш талабларига тегишли тузатишлар киритилиши талаб этилади. Мажбурий захиралаш тартибини такомиллаштириш ва талабларнинг мақсадли даражаларини белгилашда банк тизимидаги ликвидлик ҳажми ва тижорат банкларининг молиявий ҳолати ҳисобга олинади.

Шунингдек, иқтисодиётдаги инфляцион хатарларнинг пасайиб боришини ва банк тизимидаги мавжуд вазиятни ҳисобга олган ҳолда мажбурий захира талабларини ўртачалаш тартибини жорий этиш масаласи кўриб чиқилади. Бу эса, ўз навбатида, банкларнинг молиявий ҳолатини мустаҳкамлашга ва молиявий ресурсларнинг қийматини мақбуллаштиришга хизмат қилади.

### **Пул-кредит сиёсатининг фоиз инструментлари**

Инфляцион таргетлаш режимида пул-кредит сиёсатининг фоиз инструментларидан фойдаланишда асосий эътибор тижорат банкларининг

ликвидлигини бошқариш мақсадларига қаратилади. Бунда бозор инструментларини қўллашни фаоллаштириш вазифаларидан келиб чиқиб, Марказий банк фоиз инструментларининг самарадорлиги ошириб борилади.

Хусусан, уларнинг таъсирини ошириш мақсадида ликвидлик тақдим этиш ва тижорат банкларининг маблағларини Марказий банк депозитларига жалб қилиш операцияларининг турлари ва ҳажмларини кенгайтириш назарда тутилган.

Пул-кредит сиёсатининг асосий мўлжали сифатида монетар операциялар бўйича асосий ставка ва фоиз коридори жорий қилиниши Марказий банкнинг фоиз инструментлари таъсирчанлигини ошириш имконини яратади.

Бундан ташқари, халқаро тажрибани ҳисобга олган ҳолда, пул-кредит сиёсатининг операцион параметрлари қайтадан кўриб чиқилади. Келажакда Марказий банкнинг гаров асосида кредитлаш операциялари муддатлари қайта кўриб чиқилиб, уларнинг турлари оптималлаштирилиб умумлаштирилади. Шу билан бирга, тижорат банкларига миллий валютадаги ортиқча захираларни жойлаштириш имконини берувчи депозит схемалари жорий қилиниб, бу фоиз коридорининг пастки чегарасини сақлаб қолинишини таъминлайди.

Шу билан бирга, тижорат банклари ликвидлигини қўллаб-қувватлаш мақсадида гаров таъминоти турлари ва тартибини кенгайтириш орқали ликвидлик бериш механизминини такомиллаштириш кўзда тутилмоқда.

Банк тизимидаги қисқа муддатли ликвидликни сифатли прогнозлаш масаласи пул-кредит сиёсатининг фоиз инструментларидан самарали фойдаланишда катта аҳамият эга. Мазкур йўналишда Марказий банкнинг прогноз-тахлил имкониятларини кучайтирилади, бу борада Молия вазирлиги ва бошқа манфаатдор ташкилотлар билан ўзаро ҳамкорлик ва ахборот алмашинуви янада мустаҳкамланади.

### **Очиқ бозор операциялари**

Марказий банк томонидан банк тизимидаги ликвидликни тартибга солишнинг асосий бозор инструментларидан бири очиқ бозор операциялари ҳисобланади. Пул-кредит сиёсатининг фаол босқичга ўтиш шароитида банк тизимидаги ликвидликнинг мақсадли операцион кўрсаткичларга мослигини таъминлашда очиқ бозор операцияларини доимий равишда ўтказиб бориш кўзда тутилмоқда.

**Очиқ бозор операциялари стратегиясини ишлаб чиқишда қуйидагиларга устувор равишда эътибор қаратилади:**

- операцион мақсадларга эришиш;
- ликвидлик оқимларининг кескин тебранишларини қисқартириш;
- пул бозоридаги фоиз ставкаларини Марказий банк фоиз ставкасига яқин даражада шаклланишини таъминлаш;
- инструментларнинг ҳаражат ва фойдалилигининг мақбул нисбатига эришиш;
- бозорни янада ривожлантириш ва бошқалар.

Бунда, очиқ бозор операцияларида фойдаланиладиган инструмент турларини Марказий банк томонидан босқичма-босқич кўпайтирилиб борилади.



**Хусусан, Марказий банк иқтисодиётдаги ва банк тизимидаги ҳолатдан келиб чиқиб, очиқ бозор операциялари турлари ва ҳажмларини белгилайди, улар қаторига:**

- ўзгармас ва ўзгарувчан ставкада чекланган ҳажмдаги кимошди савдолари;
- гаров таъминоти асосида миллий валютада кредитлар бериш;
- давлат қарз мажбуриятлари чиқарилиши билан улар бўйича РЕПО операциялари;
- миллий валютадаги муддатли депозитлар ва бошқалар киради.

Очиқ бозор операцияларини ўтказишда асосий эътибор ўтказиладиган операция муддатларининг ликвидлик мақсадли даражаси билан мувофиқлаштириш, бозорни янада ривожлантириш, операцияларни амалга ошириш жараёнларининг ишончлилиги ва шаффофлигини таъминлаш қабил вазифаларга қаратилади.

Қайд этиш лозимки, республикада 1996 йилдан 2011 йилгача давлат қимматли қоғозлари муомалага чиқарилиб улар тижорат банклари ўртасида жойлаштирилган. 2012 йилга келиб давлат қимматли қоғозларини муомалага чиқарилиши тўхтатилган. Давлат қимматли қоғозларини муомалага чиқариш, жойлаштириш ва уларга хизмат кўрсатиш бўйича барча имкониятлар мавжуд бўлиб, бу борада етарлича тажриба шаклланди.

Халқаро амалиётда давлат қимматли қоғозларининг доимий муомалада бўлиши нафақат давлат бюджети дефицитини молиялаштиришнинг мақбул йўли, балки мамлакат молия бозорини ривожлантиришнинг муҳим инструменти бўлиб ҳисобланади. Ўз навбатида, Марказий банк очиқ бозор операцияларини фаоллаштириш мақсадида 2018 йилда давлат қимматли қоғозларини муомалага чиқариш борасида Молия вазирлиги билан тегишли тадбирларни амалга оширади.

Шу билан бирга, Марказий банк операцияларини такомиллаштиришга оид норматив-ҳуқуқий ҳужжатларни ишлаб чиқиш ва амалиётга жорий қилиш ишлари давом эттирилади. Таъсирчан фоиз сиёсатини амалга оширишда банклараро пул бозорининг самарали ишлаши муҳимлигини инобатга олиб, Марказий банк ушбу бозорнинг ҳар томонлама ривожланиши учун зарурий шароитларни яратишга алоҳида эътибор қаратади.

Хусусан, 2018 йилда қисқа муддатли ликвидлик бериш жараёнини такомиллаштириш мақсадида банклараро пул бозорининг ягона электрон платформасини ишга тушириш кўзда тутилмоқда.

Ушбу тадбирнинг амалга оширилиши тижорат банкларининг бўш пул маблағлари тўғрисидаги маълумотларни ягона платформага жамлаш ва бозор иштирокчилари учун фоиз ставкалари динамикасини кузатиш имконини яратади ҳамда фоиз ставкаларининг бозор механизмлари асосида шаклланишига хизмат қилади.

Айни вақтда ягона электрон платформа Марказий банкнинг бозор операциялари орқали қисқа муддатли фоиз ставкаларига тезкор таъсир кўрсатиш имкониятларини кенгайтиради ва пул-кредит сиёсати узатиш механизмнинг фоиз канали таъсирини кучайтиради.

## **Шаффофликни ошириш ва комуникацион канални такомиллаштириш**

Инфляцион таргетлаш режимда пул-кредит соҳасида амалга ошириладиган чоралар шаффофлигини оширишга ва асосиз инфляцион кутилмаларнинг олдини олишга қаратилган комуникацион каналнинг амал қилиши муҳим аҳамият касб этади.

Шундан келиб чиққан ҳолда, Марказий банк қабул қилинаётган қарорлар сабаблари ҳамда моҳиятини электрон ва босма оммавий ахборот воситалари орқали аҳоли ва бизнес ҳамжамиятига тушунтириш бўйича фаол иш олиб боради.

Ўзбекистон Республикаси Халқаро валюта жамғармасининг маълумотларни тарқатиш умумий тизими (МТУТ) қўшилиши ҳамда Марказий банкнинг алоҳида мавзуларга бағишланган нашрлари сонининг кўпайтирилиши шаффофликни ошириш ва комуникацион канални мустаҳкамлашга хизмат қилади

Пул-кредит сиёсати соҳасида амалга ошириладиган ўзгаришлар ва кутиладиган натижаларни кенг жамоатчиликка етказиш ва улар томонидан маълумотларни тўғри қабул қилинишини таъминлаш мақсадида эълон қилинадиган ахборотларда соҳа мутахассиси бўлмаганлар учун тушунарли бўлган тил ва атамалардан фойдаланилади.

Шу билан бирга, аҳолининг молиявий саводхонлигини ошириш борасида олиб бориладиган ишлар кўлами кенгайтириб борилади.

## **Таҳлил ва прогнозлаш салоҳиятини мустаҳкамлаш**

Ўрта муддатли истиқболда инфляцион таргетлашга ўтиш Марказий банкнинг таҳлилий ва прогнозлаш салоҳиятини мустаҳкамлашни ҳамда босқичма-босқич такомиллаштириб боришни талаб қилади.

Пул-кредит сиёсатини амалга оширишнинг аниқ стратегиясини ишлаб чиқиш ва унинг инструментларидан самарали фойдаланиш вазифаси кўп жиҳатдан Марказий банк томонидан амалга ошириладиган таҳлил ва прогнозлар сифатига боғлиқ.

Пухта ишлаб чиқилган макроиқтисодий прогнозларга асосланган пул-кредит сиёсати ички молия бозорларидаги ноаниқликларни камайтиради, қабул қилинаётган қарорлар моҳиятини тушунтиришни енгиллаштиради ва унинг йўналишларини олдиндан аниқлаш имконини яратади.

Бугунги кунда Марказий банк халқаро амалиётлар асосида прогнозлаш ишларини ташкил этишнинг бошланғич босқичида турибди. Бунда инфляция даражасини прогнозлашнинг дастлабки моделларини тузиш борасида илк қадамлар ташланган. Хусусан, ARIMA (авторегрессия – сузувчи ўртачанинг интеграллашган модели) моделида истеъмол нархларининг гуруҳлаштирилган индексини қўллаш ва синовдан ўтказиш бошланди.

Шу билан бирга, OLS (энг кичкина квадратлар усули) и VAR (векторли авторегрессия) моделлари ҳам қўлланмоқда. Ушбу моделларни қўллаш ўтган даврдаги маълумотларга асосланганлиги боис олдинги йиллардаги статистик маълумотларнинг сифати ишончли прогнозларни ишлаб чиқишда ҳал қилувчи аҳамият касб этади. Шу сабабли, прогнозлашнинг замонавий тизимини шакллантириш билан бир вақтда статистик маълумотларнинг ишончли базасини

яратиш бўйича иш олиб борилмоқда.

2018-2021 йилларда инфляция ва банк тизимидаги ликвидликни омиллар бўйича таҳлил қилиш, тўлов баланси статистикасини замонавий усуллар асосида тузиш, асосий макроиқтисодий ҳамда пул-кредит кўрсаткичларини прогнозлаш ва моделлаштириш инструментларини такомиллаштириш бўйича ишлар янада кучайтирилади.

Зарурий маълумотлар базасини шакллантириш билан бир қаторда яримтаркибий ва таркибий моделлар асосида қўлланиладиган моделлар рўйхатини кенгайтириш кўзда тутилмоқда.

Шу билан бирга, Марказий банк томонидан 2018 йилдан бошлаб иқтисодиётдаги инфляцион қутилмаларни аниқлаш борасида ўтказилаётган сўровлар ва кузатувлар инфляцион хатарларни чуқур ўрганиш, пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқиш ва самарали амалга оширишда кўмак беради.

Нархларнинг шаклланиш жараёнини ҳар томонлама ўрганиш, шунингдек, номонетар омиллар таъсирида вужудга келиши мумкин бўлган инфляцион хатарларни олдиндан аниқлаш ва уларнинг ички нархлар барқарорлигига таъсирини пасайтириш мақсадида Ҳукумат ва тегишли вазирликлар билан ҳамкорлик муносабатлари такомиллаштириб борилади.

Марказий банк халқаро молия институтлари ва хорижий мамлакатлар марказий банклари билан ҳам ҳамкорликни сифат жиҳатдан янги даражада давом эттиради.

Пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш ва унинг инструментлари ролини кучайтириш, банк тизими ликвидлигини таҳлил қилиш ва прогнозлаш ҳамда пул бозоридаги операциялар самарадорлигини ошириш мақсадида 2018-2021 йилларда Халқаро валюта жамғармасининг махсус техник миссияларини жалб қилиш, хорижий мамлакатлар марказий банклари илғор тажрибасини ўрганиш ва ўзаро тажриба алмашиш амалиётини кенгайтириш кўзда тутилмоқда.

### **Пруденциал назорат чоралари**

Банк тизимининг молиявий мустаҳкамлиги ва барқарорлигини таъминлашга қаратилган банк назорати чораларининг самарали қўлланилиши, пул-кредит сиёсати таъсирини оширишнинг зарурий шартларидан бири ҳисобланади.

Банк назоратини халқаро амалиёт ва андозаларга мувофиқ ҳолда такомиллаштирилиши, банк тизимида рақобат муҳитининг кучайиши ҳамда тижорат банкларининг кредит сиёсатида бозор механизмларини кенг қўллашни давом эттирилиши, ўз навбатида, банк тизимида бўлган ишончни мустаҳкамлайда ва пул-кредит сиёсати самарадорлигини оширишга хизмат қилади.

### **V. Пул-кредит сиёсатининг оралиқ режими**

Хорижий мамлакатларнинг инфляцион таргетлашга ўтиш тажрибаси ушбу режимга ўтишга тайёргарлик кўриш босқичининг ҳал қилувчи аҳамиятга эга эканлигини кўрсатмоқда.

Инфляцион таргетлаш режимига ўтиш тадбирларини яқунлаш учун талаб этиладиган узоқ муддатни инобатга олиб оралиқ даврда амалга ошириладиган пул-

кредит сиёсати нархлар барқарорлигини таъминлаш ва зарурий макроиқтисодий шароитларни яратиш чора-тадбирларини қамраб олади.

Инфляцион таргетлашга ўтиш даврида асосий эътибор 2017-2021 йилларда пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш ва инфляцион таргетлаш тизимига босқичма-босқич ўтиш бўйича чора-тадбирлар Комплексида кўзда тутилган режаларни тўлақонли бажарилишини таъминлашга, иқтисодий ислохотлар даврида инфляцион босим ва рискларнинг олдини олишга ҳамда иқтисодий- ҳуқуқий базани мустаҳкамлашга қаратилади.

Хусусан, қонунчилик асосларини мустаҳкамлаш борасидаги тадбирлар “Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида”ги, “Валютани тартибга солиш тўғрисида”ги ва “Банклар ва банк фаолияти тўғрисида”ги қонунларга, шунингдек бошқа норматив-ҳуқуқий ҳужжатларга тегишли ўзгартириш ва қўшимчалар киритишни ўз ичига олади.

**Норматив-ҳуқуқий ҳужжатларга киритиладиган ўзгартиришлар асосан қуйидагиларни назарда тутати:**

- Марказий банк операцион фаолияти мустақиллигини мустаҳкамлаш ва нархлар барқарорлигини таъминлаш вазифасини Марказий банкка юклаш;

- валютани тартибга солишнинг устувор йўналишларини ва аниқ меъёрларини ўрнатиш, шунингдек валюта бозорини ривожлантириш ҳамда унинг бир маромда фаолият юритиши учун зарурий шароитлар яратиш;

- банк фаолиятини тартибга солишнинг бозор механизмлари ва тамойилларини қўллашни кенгайтириш, шунингдек соҳада рақобат муҳитини кучайтиришнинг кафолатлари ҳамда шароитларини таъминлаш ва бошқалар.

Оралиқ даврда амалга ошириладиган асосий вазифалардан бири Марказий банкнинг валюта бозорида маркет-мейкерлик ролини пасайтирган ҳолда, валюта бозорини ривожлантириш ҳамда алмашув курси барқарорлигини таъминлашнинг бозор механизмларига ўтиш ҳисобланади.

Бозор механизмлари таъсирида алмашув курсининг мослашувчанлигини ошириш, ўз навбатида, ички валюта бозорининг кенгайиши ва ривожланишига хизмат қилади. Ушбу мақсадларда олтин-валюта резервларини мақсадли даражада сақлаш билан бир қаторда валюта бозорида қимматбаҳо металларни сотишдан тушган хорижий валютадаги даромадларни мунтазам равишда сотиш дастурини ишлаб чиқиш ва жорий этиш кўзда тутилмоқда.

Инфляцион таргетлаш режимида ўтиш учун тайёргарлик даврида Марказий банкнинг устувор вазифаси самарали антиинфляцион сиёсат олиб бориш ҳисобланади. Ушбу мақсадга Марказий банк инструментларидан мослашувчанлик билан фойдаланиш орқали қатъий пул-кредит шароитларини сақлаб туриш орқали эришилади.

Пул-кредит шароитлари ҳамда инфляция даражасини таҳлил қилиш, баҳолаш ва прогнозлаш ишлари кўрсаткичларнинг кенг тўпламларидан фойдаланган ҳолда амалга оширилади. Бунда, нархларни барқарорлаштириш сиёсатини олиб боришда асосий таъсир каналларини аниқлаш вазифасига алоҳида эътибор қаратилади.

Шу билан бирга, пул-кредит сиёсатининг бозор инструментлари турларининг кенгайиб бориши билан бир қаторда мақсадли параметрларга эришишга йўналтирилган монетар операциялар фаоллаштирилиб, ҳажмлари мутаносиб равишда оширилиб борилади.

2017-2021 йилларда пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш ҳамда инфляцион таргетлаш тизимига босқичма-босқич ўтиш бўйича чора-тадбирлар Комплексида келтирилган вазифаларнинг амалга оширилиши, ўз навбатида, молия бозорлари ривожланишига хизмат қилиб, пул-кредит сиёсатининг таъсир каналларини мустаҳкамлашга ёрдам беради.

Шунингдек, ушбу даврда инфляцияни моделлаштириш ва прогнозлаш ишларини такомиллаштиришга алоҳида эътибор қаратилади ҳамда шу аснода пул-кредит сиёсати инструментларини такомиллаштириш борасидаги қарорлар қабул қилиш жараёнининг синови амалга ошириб борилади. Моделлар такомиллаштирилиши билан инфляциянинг мақсадли миқдорий кўрсаткичлари белгиланади.

Умуман олганда, пул-кредит сиёсатининг оралиқ режими инфляцион таргетлаш режимига ўтишга тайёргарлик кўриш мақсадида пул-кредит сиёсатининг барча жараёнлари ва унинг инструментларини қайта кўриб чиқиш ҳамда такомиллаштириш борасидаги чора-тадбирлар мажмуини қамраб олади.

## **VI. Инфляцион таргетлаш режимини жорий қилиш бўйича мавжуд муаммолар, хатарлар ва чекловлар**

Инфляцион таргетлашга ўтишнинг ҳуқуқий асослари яратилганлиги ҳамда пул-кредит сиёсатининг тамойил ва механизмларини амалий жиҳатдан қайта кўриб чиқиш жараёнининг бошланганлигига қарамасдан, ушбу режимга тўлақонли ўтиш қатор хатар ва чекловлар ҳисобига қийинлашади.

Хусусан, аҳоли ва хўжалик юритувчи субъектлар инфляцион кутилмаларининг барқарор юқори даражада сақланиб қолаётганлиги инфляцион таргетлашга муваффақиятли ўтиш жараёнидаги асосий чекловлардан бири ҳисобланади. Бунда иқтисодиётнинг барча секторларини эркинлаштириш даврида инфляцион босимнинг ошиши инфляцион хатарлар сақланиб қолишига сабаб бўлмоқда.

Инфляцион кутилмаларнинг ўтган йиллардаги нархлар динамикаси асосида шаклланишини ҳисобга олганда, иқтисодиётдаги инфляцион кутилмаларни пасайтириш ва барқарорлаштириш ўтиш давридаги асосий вазифалардан бири ҳисобланади. Инфляцияга номонетар омиллар таъсирининг юқори бўлганлиги сабабли ушбу вазифаларни амалга ошириш янада қийинлашади ва инфляцион таргетлашга муваффақиятли ўтишда қатор тўсиқларни вужудга келтиради.

Бундай омиллар қаторига айрим товарлар бўйича маъмурий тартибга солинадиган нархларнинг сақланиб қолиши, маҳаллий бозорларнинг монополлашганлиги, хомашё нархларининг юқорилиги, жаҳон иқтисодиётининг тикланаётганлиги муносабати билан инфляциянинг импорт қилиниши, ишлаб чиқариш самарадорлигининг пастлиги ва энергия сарфининг юқорилиги,

инфратузилманинг яхши ривожланмаганлиги ва бошқалар киради.

Мазкур шароитларда инфляцион таргетлаш режимининг самарадорлиги Марказий банк коммуникацион сиёсатининг таъсирчанлиги ҳамда аҳолининг амалга оширилаётган пул-кредит сиёсатига нисбатан ишончига боғлиқ бўлади. Бунда нархлар ўсишининг сабаблари ва нархлар барқарорлигини таъминлаш борасида кўриладиган чораларни аҳолига тушунтириш муҳим аҳамият касб этади.

Шунингдек, валюта бозорининг шаклланиши шароитида валюта сиёсати ва ташқи иқтисодий фаолиятнинг либераллаштирилиши жараёнларининг давом эттирилиши билан боғлиқ хатарлар ҳам кузатилади.

Бунда эркин сузиб юривчи валюта курсига ўтишда валюта курсининг қисқа муддатли кескин тебранишларини юмшатиш ва валютани хеджирлаш инструментларини ривожлантириш орқали салбий оқибатларни камайтириш муҳим ҳисобланади. Ушбу мақсадларга эришиш, пул-кредит сиёсати инструментларининг таъсирчанлиги ҳамда самарадорлигини камайтирувчи сабабларни бартараф этиш билан узвий боғлиқ.

Молия секторининг институционал жиҳатдан сустривожланганлиги ва яширин иқтисодиётда катта ҳажмдаги нақд пул маблағлари айланмасининг мавжудлиги Марказий банк пул-кредит сиёсатининг самарадорлигини пасайтирувчи омиллардан ҳисобланади.

Давлат қарз мажбуриятларининг муомалада мавжуд эмаслиги Марказий банкнинг очиқ бозор операцияларини амалга ошириш ҳамда банк секторининг ушбу қарз инструментларидан гаров таъминоти сифатида фойдаланиб, қисқа муддатли ликвидликни жалб қилиш имкониятларини чеклайди.

Сўнги йилларда Давлат бюджети баланслашган ҳолда ижро этилиши шароитида давлат қарз мажбуриятларини чиқаришнинг объектив сабаблари мавжуд эмаслигига қарамасдан, инвестицион, шу жумладан, ҳудудий ва тармоқлар ривожланиш дастурларини молиялаштириш манбаларини диверсификациялаш ва мақбуллаштиришда қарз қимматли қоғозларининг афзаллиги уларни яқин истиқболда муомалага чиқариш учун асос бўлиши мумкин.

Ташқи иқтисодий хатарлар кўп жиҳатдан экспорт таркиби ва иқтисодиётга валюта тушумлари динамикаси билан боғлиқ ҳисобланади. Бундай ҳолатларда, қимматбаҳо металллар бозоридаги нархлар ўзгариши ҳисобига ҳамда қўшни мамлакатлар ва асосий савдо ҳамкор давлатлардаги иқтисодий муаммолар натижасида юзага келувчи хатарларни минималлаштириш талаб этилади.

## **VII. Якуний қисм**

Миллий иқтисодиёт хусусиятларини инобатга олган ҳолда, пул-кредит сиёсати режимларининг ўзига хос жиҳатлари ва таъсирчанлиги таҳлили ўрта муддатли истиқболда Марказий банкнинг устувор мақсади сифатида нархлар барқарорлигига эришиш вазифасига инфляцион таргетлаш режими жуда мос келишини кўрсатмоқда. Шундан келиб чиққан ҳолда, пул-кредит сиёсатини амалга оширишнинг тамойил ва усулларининг инфляцион таргетлашга босқичма-босқич йўналтириш учун зарурий ҳуқуқий асослар ва таянч иқтисодий шароитлар яратилди.

Хусусан, валюта сиёсатининг либераллаштирилиши ва бозор шароитларида алмашув курсининг шаклланишини таъминлаш бўйича чоралар, Марказий банкнинг устувор мақсадлари ва амалий мустақиллигини аниқ белгиланиши, пул-кредит сиёсатини амалга оширишнинг фаол босқичига ўтилиши, инфляцияни ҳисоблаш ва баҳолаш усулларини такомиллаштирилиши, шунингдек шаффофликнинг оширилиши ва коммуникацион сиёсатнинг кучайтирилиши каби амалий чоралар инфляцион таргетлашга ўтиш учун асосий шароитларни яратади.

Шу билан бирга, мавжуд хатарлар ва тўсиқлар инфляцион таргетлаш режимини жорий этиш вазифасининг бажарилишини қийинлаштиради. Ўз навбатида, Марказий банк асосий эътиборни прогнозлаш ва таҳлилий базани мустаҳкамлашга, пул-кредит сиёсати инструментларини такомиллаштириш ва уларнинг таъсир каналларини кучайтиришга, коммуникацион сиёсатни ривожлантириш ва аҳолининг ишончини ошириш каби вазифаларга қаратади.

Марказий банк ушбу режимга босқичма-босқич ўтиш бўйича чора-тадбирларни амалга оширишда тегишли вазирлик ва идоралар билан саъй-ҳаракатларни бирлаштиради ва ҳамкорликда фаолият юритади.

Умуман олганда, инфляцион таргетлашга ўтиш пул-кредит сиёсати соҳасининг барча жиҳатларини тубдан қайта кўриб чиқиш ва такомиллаштиришни талаб этади. Бу эса, ўз навбатида, узоқ муддатли истиқболда барқарор иқтисодий ўсишнинг асоси бўлган макроиқтисодий барқарорликни таъминлашда сифат жиҳатдан янги босқичга ўтилишини англатади.

Ушбу Концепция Ўзбекистон Республикаси Иқтисодиёт вазирлиги ва Молия вазирлиги билан келишилган.