

ХАЛҚАРО ВАЛЮТА ЖАМҒАРМАСИ

Ўзбекистон: Инфляцион таргетлаш режимига ўтиш

Муайяд аль Расаси ва
Эзекель Кабезон

WP/22/229

*ХВЖнинг тадқиқот иши муаллиф
(муаллифлар) томонидан амалга
оширилган тадқиқотларни баён қилади ва
шарҳлар олиш ҳамда муҳокамаларни
рағбатлантириш учун эълон қилинади.
ХВЖнинг тадқиқот ишларида билдирилган
фикрлар муаллифга (муаллифларга)
тааллуқли бўлиб, улар ХВЖ, унинг Ижро
кенгаши ёки раҳбариятининг нуқтаи-
назарини билдирмайди.*

**2022 йил
ноябрь**



ХВЖнинг тадқиқот иши

Яқин Шарқ ва Марказий Осиё департаменти

Ўзбекистоннинг инфляцион таргетлаш режимига ўтиши

Муайяд аль Расаси ва Эзекель Кабезонлар томонидан тайёрланди

Рон Ван Руден томонидан эълон қилишга рухсат берилган

Ноябрь, 2022 йил

ХВЖнинг тадқиқот иши муаллиф (муаллифлар) томонидан бажарилган тадқиқотларни баён қилади ҳамда улар шарҳлар олиш ва муҳокамаларни қўллаб-қувватлаш мақсадида эълон қилинади.

ХВЖнинг тадқиқот ишида билдирилган фикрлар муаллифга (муаллифларга) тааллуқли бўлиб, улар ХВЖ, унинг Ишчи кенгаши ва раҳбарияти фикрини акс эттирмайди.

РЕЗЮМЕ: Ўзбекистон 2017-2021 йиллар мобайнида пул-кредит сиёсати тизимини сезиларли даражада яхшилади. Шунга қарамасдан, инфляцион таргетлашга ўтиш жараёни мураккаб вазифа ҳисобланади, чунки, мамлакат чуқур таркибий ислохотлар даврини бошдан кечирмоқда. Шу сабабли, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки (МБ), таркибий ислохотларни кузатиши ва пул-кредит сиёсатини шунга мувофиқлаштириб бориши лозим бўлади.

Ушбу тадқиқот ишида институционал ва таркибий чекловлар аниқланади ва пул-кредит сиёсати трансмиссиясининг самарадорлиги баҳоланади. Институционал камчиликлар институционал индекслар орқали, трансмиссия эса - VAR моделлари ёрдамида баҳоланади.

Тадқиқот ишида яқин йиллар ичида МБ бошқарувини янада такомиллаштириш ва унинг мустақиллигини мустаҳкамлаш, молия бозорларини ривожлантириш, бунда аввало молия соҳасига, шунингдек, умуман иқтисодиётга ҳамон сақланиб қолаётган давлатнинг катта таъсирини камайтириш борасидаги ислохотларни давом эттириш зарурлиги таъкидланган.

Тавсия этиладиган иқтибос: Муайяд аль Расаси и Эзекель Кабезон, 2022. «Ўзбекистоннинг инфляцион таргетлаш режимига ўтиши», ХВЖнинг 2022/229-сонли тадқиқот иши, Халқаро Валюта Жамғармаси.

ТАДҚИҚОТ ИШИ

ЎЗБЕКИСТОННИНГ ИНФЛЯЦИОН ТАРГЕТЛАШ РЕЖИМИГА ЎТИШИ

Муайяд аль Расаси ва Эзекель Кабезонлар томонидан тайёрланди¹

¹ “Биз Рон ван Руденга ушбу лойиҳани амалга оширишда кўрсатган йўл-йўриқлари ва қўллаб-қувватлашлари учун самимий миннатдорчилик билдирамыз. Биз, шунингдек, тадқиқотнинг дастлабки лойиҳасини муҳоама қилишдаги ёрдами учун Кристен Ричмондга ва Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ходимларига, хусусан, Нодир Ачилов, Беҳзод Ҳамраев ва Бобир Абубакировларга миннатдорчилик билдирамыз. Шунингдек, Кевин Росс, Галина Костина, Лоуренс Дуайт, Субир Лалл, Даррил Кинд, Марко Касираги, Стивен Мулемма, Келли Эклхолд, Алтинай Айдарова, Манмохан Сингх, Франческо Григоли ва бошқалар билан жуда фойдали муҳокамалар ўтказилганини қайд этамыз.

Мундарижа

2017-2021 йилларда инфляцион таргетлаш режимига ўтиш	5
Шароитлар	5
Инфляцион таргетлаш режими. Умумий фикрлар.	6
Ўзбекистоннинг пул-кредит сиёсати тизимида 2017-2021 йилларда амалга оширилган ижобий ўзгаришлар	8
Ўзбекистонда пул-кредит сиёсатининг натижалари	14
Институтлар ва трансмиссияни баҳолаш	17
Дастлабки шароитларни баҳолаш.....	17
Дастлабки институционал шартлар.....	20
Трансмиссион механизмнинг дастлабки шартлари.....	21
Мавжуд муаммолар ва умумий тавсиялар	28
Ишончни ошириш	28
Пул-кредит сиёсати трансмиссиясини яхшилаш	29
Хулоса.....	34
I Илова. Инфляцияни таргетлаш шартларининг батафсил тақдироти.....	35

Йилларда инфляцион таргетлаш режимига ўтиш

Шароитлар

1. Ўзбекистонда инфляцион таргетлаш режимини 2023 йилда тўлиқ жорий қилиш имкониятига эга бўлиш учун институционал ва сиёсий асосларни такомиллаштириш борасида зарурий ишлар олиб борилмоқда. 2017 йилга қадар пул-кредит сиёсати алмашув курсига боғлиқ режимга асосланган эди. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки (ЎРМБ) 2017 йилнинг сентябрь ойида янги ёндашувни қабул қилди ва унга кўра пул-кредит сиёсати мақсади нархлар барқарорлигига эришишга ўзгартирилди.

Қайд этиш муҳимки, ЎРМБ ҳукумат назоратида бўлган давлат органлари рўйхатидан чиқарилди ва бу ЎРМБга операцион мустақилликка эришиш имконини берди. Бундан ташқари, хорижий валютани харид қилишга бўлган чекловлар бекор қилинди ва бу (сўмнинг) расмий алмашув курсининг 50 фоизга қадрсизланиши ва курснинг унификациясига олиб келди.

ЎРМБни қўллаб-қувватлаш учун ХВЖ кенг кўламдаги техник кўмак дастурларини тақдим этди¹. 2019 йилнинг октябрь ойида янги таҳрирдаги “Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида”ги Қонун қабул қилиниб, унда нархлар барқарорлиги пул-кредит сиёсатининг асосий мақсади сифатида белгиланди ва ЎРМБ инфляцион таргетлаш (ИТ) режимига ўтишни бошлади.

Ушбу ҳужжатда ИТга ўтишдаги ЎРМБнинг ютуқлари баҳоланиб, пул-кредит сиёсатининг трасмиссион механизми самарадорлигини баҳолаш орқали ўз ечимини қутаётган институционал ва таркибий муаммоларни аниқлаш вазифаси қўйилмоқда.

2. Инфляцион таргетлашга ўтиш мураккаб вазифа ҳисобланади, чунки, Ўзбекистонда ҳали чуқур таркибий ислохотлар жараёнлари давом этмоқда. Республика ҳукумати 2017 йилдан бошлаб ташқи савдо, нархлар ва валюта бозорини эркинлаштириш, ҳукумат операциялари ва солиқ тизимини ислоҳ қилиш², шунингдек ишончли

¹ 2017 йил ноябрь, 2018 йил февраль, 2019 йил февраль, 2020 йил декабрь ва 2021 йил декабрь ойларида.

² 2019 йилда хусусий сектор ўсишини қўллаб-қувватлашга қаратилган йирик солиқ ислохотлари жорий этилди.

статистикани яратишни ўз ичига олган ислохотларнинг кенг миқёсли дастурини амалга оширишга киришди. Режали иқтисодиётдан бозор иқтисодиётига ўтиш даврида инфляцияга талаб ва харажатларнинг анъанавий босими билан бирга бошқа таркибий омиллар ҳам таъсир кўрсатди. Масалан, нархларнинг эркинлаштирилиши ва унинг давоми бўлган маълум нархларнинг мувофиқлаштирилиши инфляция суратларини тезлаштиради. Шунга мос равишда, товар ва меҳнат бозорларининг мослашувчан эмаслиги ва нархлар индексацияси қоидага кўра ўтиш иқтисодиётидаги мамлакатларда инфляциянинг ошишига олиб келади. Якунида, нархлар даромадлар билан бирга ошади (Баласса-Самуэльсон таъсири).

Ўз навбатида, таркибий ислохотлар ҳисобига иқтисодий кўрсаткичлар ўртасида ўзаро боғлиқликнинг мавҳумлиги орқали инфляция таҳлили мураккаблашсада пул-кредит сиёсатини амалга оширувчи ташкилотлар инфляциянинг ушбу омиллари таъсирини баҳолаб боришлари лозим. Натижада бозор иқтисодиётига ўтувчи давлатларда ИТ жорий этилиши мураккаб вазифалардан ҳисобланади.

3. Ўзбекистон ҳукумати бозор институтларини ривожлантириш, рақобатни рағбатлантириш ва давлатнинг иқтисодиётдаги юқори таъсирини қисқартириш борасида чора-тадбирларни амалга оширмоқда. Рақобатнинг чекланганлиги, бозор маданиятининг мавжуд эмаслиги ва молия бозорларида, жумладан, валюта бозори, банклараро бозорлар ва банк тизимида ҳам давлатнинг юқори таъсири кузатилмоқда. Халқаро тажрибага кўра, инфляцион таргетлашни муваффақиятли жорий қилишда молия тизимида ислохотларни амалга ошириш жуда муҳим.

Инфляцион таргетлаш режими. Умумий фикрлар.

4. Инфляцион таргетлаш (ИТ) марказий банклар учун нархлар барқарорлигига эришиш борасида оммалашган операцион режимга айланди. Пул агрегатлари ёки айирбошлаш курси каби оралиқ ўзгарувчиларни таргетлаш орқали паст ва барқарор инфляцияга эришишга қаратилган пул-кредит сиёсатининг бошқа режимларидан фарқли равишда ИТ инфляцияни тўғридан-тўғри ва яққол таргетлашни назарда тутди. ИТ 41 мамлакат, шу жумладан Кавказ ва Марказий

Осиёнинг учта мамлакати³ томонидан қабул қилинган (ХВЖ, 2020). ИТ бозори ривожланган ва шаклланаётган ҳудудларни ўз ичига олган ушбу мамлакатларда макроиқтисодий шароитларнинг бошқа пул-кредит сиёсати режимлари амалда бўлган мамлакатларга нисбатан тезроқ яхшиланишида муҳим омил бўлди (ХВЖ, 2006; Роджер, 2009).

5. Инфляцион таргетлашни тўлиқ жорий этиш учун зарур бўлган умумий шарт-шароитлар қуйидагиларни ўз ичига олади: институционал мустақиллик, макроиқтисодий барқарорлик, яхши ривожланган таҳлилий салоҳият ва соғлом молия тизими. Лоренс ва бошқалар (2015) номақбул оқибатларни олдини олиш мақсадида ИТ режимини тўлиқ қабул қилиш имкониятига эга бўлиш учун зарурий дастлабки шароитларни таъминлашнинг муҳимлигини таъкидлайдилар. Айрим тадқиқотларда ИТни муваффақиятли жорий қилиш учун қўшимча шароитлар лозимлиги қайд этилади.

Масалан, Роджер ва Стоун (2005), Уолш (2009), Фридман ва Откер-Роуб (2009 ва 2010) пул-кредит сиёсатининг самарали ва аниқ инструментларини шакллантириш ИТни муваффақиятли жорий қилишнинг зарурий шароити ҳисобланишини таъкидлайдилар. Шунингдек, Батини ва Лакстон (2005) трансмиссион механизмни аниқ тушуниш ва иқтисодий маълумотлар базасини яратишнинг муҳимлигини кўрсатиб ўтганлар. ХВЖ томонидан амалга оширилган сўров таҳлили (2006) ИТга ўтиш даврида пул-кредит сиёсати трансмиссияси самарадорлигини оширишда молия тизимида долларлашув даражасини қисқартириш муҳимлигини кўрсатган.

6. Хаммонднинг мақоласида (2012) кўрсатилганидек, инфляцион таргетлаш режимининг бешта асосий элементи мавжуд. Ушбу элементлар қуйидагиларни ўз ичига олади: (i) нархлар барқарорлигини пул-кредит сиёсатининг асосий мақсади сифатида аниқ белгилаш; (ii) инфляциянинг миқдорий мақсадли кўрсаткичларини оммавий эълон қилиш; (iii) маълумотларнинг кенг тўплами, жумладан, инфляция прогнозлари асосида сиёсат инструментларини мувофиқлаштириб бориш учун батафсил пул-кредит сиёсати стратегияси; (iv) пул-кредит сиёсати соҳасидаги режалар, мақсадлар ва асослашларни жамоатчилик эътиборига етказа оладиган пул-кредит

³ Булар Арманистон, Грузия ва Қозоғистон ҳисобланади. Шу билан бирга, Озарбайжон, Қирғизистон ва Ўзбекистон ИТ режимига ўтаётган давлатлардан ҳисобланади.

сиёсатининг шаффоф стратегияси; ва (v) пул-кредит сиёсатини юритишда ва унинг натижадорлигини баҳолашда ҳисобдорликни кучайтириш. ХВЖ (2015) пул-кредит сиёсати мустақиллигининг самарали асосини тавсифловчи ушбу элементларнинг муҳимлигини таъкидлайди.

Ўзбекистоннинг пул-кредит сиёсати тизимида 2017-2021 йилларда амалга оширилган ижобий ўзгаришлар

7. Марказий банк 2019 йилнинг декабрь ойида инфляцион таргетлаш 2023 йилга қадар жорий қилинишини эълон қилди. Гарчи, ИТга ўтиш 2017-2018 йилларда бошланган бўлсада, 2020 йил январда ЎРМБ ИТга ўтиш ва 2021 йилнинг охирида инфляцияни 10 фоизга ҳамда 2023 йилнинг охирида 5 фоизга туширилиши мақсад сифатида белгиланган расмий ИТ стратегиясини⁴ қабул қилди. Стратегия, шунингдек, қуйидагиларни ўз ичига олади: (i) ИТга самарали ўтиш йўлидаги тўсиқларни бартараф этиш учун ЎРМБ ва Вазирлар Маҳкамаси ўртасида яқин ҳамкорлик; (ii) амалдаги тартибга солинадиган нархларни (энг камида харажатларни қоплаш даражасигача) индексациялаш режаси; (iii) имтиёзли шартларда бериладиган кредитлашни қисқартириш ва (iv) умумий фискаль тақчилликни ЯИМга нисбатан 1,5 фоиз даражасигача пасайтириш. Ушбу стратегияни амалга оширишдаги ютуқлар турлича тавсифга эга бўлди. ЎРМБ стратегиянинг ўзининг назоратида бўлган қисмларини муваффақиятли амалга ошираётган бўлсада, ҳукумат ҳаракатига боғлиқ бўлган вазифалар, жумладан, кредит сиёсати ёки коммунал хизматлар тарифлари соҳаларида қўйилган мақсадларга ҳали эришилмади.

8. Пул-кредит сиёсатининг институционал асослари 2019 йилда қабул қилинган янги таҳрирдаги “Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида”ги Қонунда мустаҳкамланди. Янги қонунда нархлар барқарорлиги асосий мақсад сифатида аниқ белгиланган, ЎРМБнинг операцион мустақиллики таъминланган ва унга белгиланган вазифалар (банк тизими ва тўлов тизими барқарорлигини

⁴ Ўзбекистон Республикаси Президент ПФ-5877-сонли “Инфляцион таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида”ги Фармони.

таъминлаш билан бирга) бажарилиши борасидаги жавобгарликни юклайди. ЎРМБ томонидан қарорлар қабул қилиш жараёнини мустаҳкамлаш ва зарурий назоратни таъминлаш учун қонунда бошқарув таркибида 2 та мустақил аъзо бўлиши талаби белгиланган⁵. Ҳисобдорликни янада мустаҳкамлаш учун “Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида”ги Қонун аудиторлик қўмитасининг уч кишидан иборат бўлиши, ЎРМБнинг молиявий ҳисоботлари эса ташқи аудитдан ўтказилишини талаб қилади.

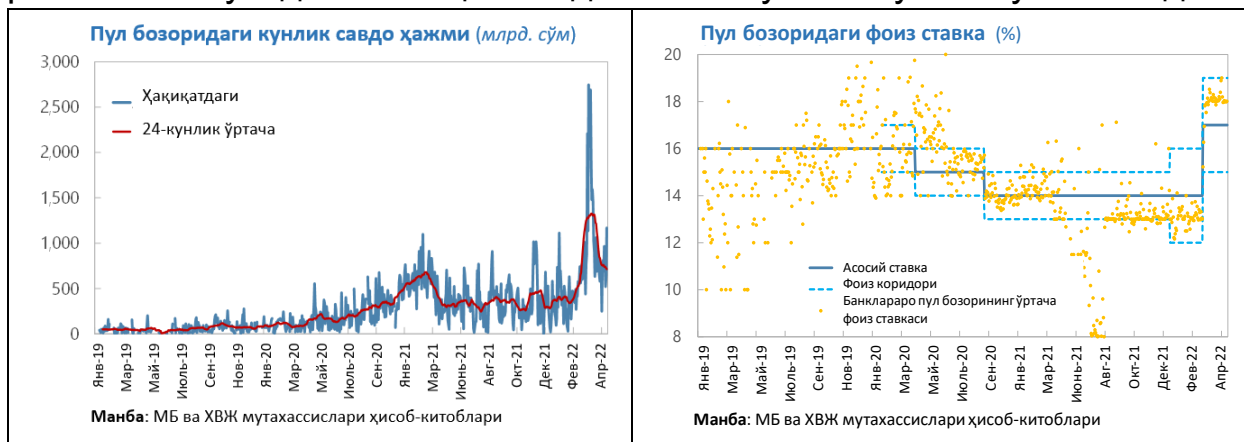


9. ИТга ўтишнинг муҳим элементи сифатидаги пул-кредит сиёсатини ифодалаш жараёнлари сезиларли даражада кучайтирилди. Қарорларни қабул қилиш жараёни 7 босқичдан иборат жараён сифатида шакллантирилди (1-ҳавола). Пул-кредит сиёсати департаментининг ходимлари жараённи сўнгги иқтисодий маълумотлар асосидаги дастлабки прогноз, шунингдек, муқобил сценарий тузишдан бошлайдилар ва кейин ушбу прогнозлар тегишли департаментлар ва раис ўринбосари билан муҳокама қилинади. Ушбу муҳокамалар прогнозларнинг қайта кўриб чиқилишига олиб келиши мумкин ва шундан кейин пул-кредит сиёсати департаменти асосий ставка бўйича таклифларни (асосий ставкани ўзгартириш керакми ёки йўқ) тайёрлайди. Ушбу муҳокамалардан кейин ишлаб чиқилган (қайта кўриб чиқилган) прогнозлар ва таклиф қилинган қарорлар ЎРМБ бошқаруви

⁵ ЎРМБ бошқаруви таркибига 9 аъзо киради: Раис, раиснинг биринчи ўринбосари, раиснинг 5 та ўринбосари ва иккита мустақил аъзо.

Йиғилишида кўриб чиқилишидан олдин жараёнга тааллуқли етакчи ходимлардан иборат бўлган Кредит қўмитасида⁶ атрофлича муҳокама қилинади.

Кейинги босқичда ходимлар бошқарув йиғилишига охириги макроиқтисодий маълумотлар, таҳлиллар, ўрта муддатли прогноз ва таклиф қилинаётган пул-кредит сиёсати чораларини муҳокама қилиш ва тасдиқлаш учун тақдим этадилар. ЎРМБ бошқаруви йилда 8 мартаба йиғилиш ўтказди ва уларда пул-кредит сиёсати масалалари муҳокама қилинади. Бошқарув йиғилишидан кейин ушбу йиғилишда қабул қилинган қарор юзасидан Марказий банкнинг пресс-релизи матбуотда эълон қилинади ва матбуот анжумани ўтказилади.



10. ЎРМБ нинг пул-кредит операциялари ҳам такомиллаштирилди.

2017 йилдан бошлаб олдинги алмашув курсига боғлиқликдан фаол пул-кредит сиёсатига ўтилди, бунда аввалига банклар ликвидлиги ЎРМБнинг операцион мақсадли кўрсаткичига айланди ва кейинроқ эса улар асосий ставка ва пул бозори фоиз ставкасига алмаштирилди. Яқинда эса ЎРМБ ХВЖнинг техник кўмаги тавсиялари⁷ асосида маълумотлар етишмовчилиги мавжудлигига қарамасдан ликвидлик прогнози йўлга қўйилди, овернайт депозит ва кредит механизмлари жорий этилди.

ЎРМБ 2020 йилнинг бошида очиқ бозордаги амалиётларнинг янги тизимини жорий этди ва ҳозирги даврда улардан ликвидлик тақдим этиш (валютавий СВОП ва РЕПО операциялари) ва ликвидликни жалб қилишда (Марказий банк облигациялари ва депозит операциялари)

⁶ Кредит қўмитаси таркибига Раис, раиснинг биринчи ўринбосари, пул-кредит сиёсати бўйича раис ўринбосари ҳамда тегишли департамент директорлари киради.

⁷ ХВЖнинг 2019 йил февралдаги техник кўмаги.

фойдаланиб келинмоқда. Ушбу ўзгаришлар ҳамда банклараро пул бозоридаги амалиётлар ҳажмининг ортиб бориши натижасида ЎРМБ томонидан пул бозори фоиз ставкаларининг овернайт инструментлар асосида аниқланадиган фоиз коридори доирасида шаклланишини таъминлашга эришилди.

11. Шу билан бирга, ЎРМБ иқтисодий статистикада сақланиб қолаётган чекловларга қарамасдан ўзининг прогнозлаш ва моделлаштириш салоҳиятини ривожлантириб бормоқда. ЎРМБ ўзининг таҳлилий имкониятлари ва макроиқтисодий прогнозлаш моделларини яхшилашга катта эътибор қаратди. Жумладан, инфляцияни ва бошқа макроиқтисодий кўрсаткичларни қисқа муддатли прогнозлаш моделларини ишлаб чиқди (2-ҳавола). ЎРМБ таҳлилий салоҳиятни ривожлантириш учун нафақат асосий макроиқтисодий кўрсаткичларни прогнозлаш, балки сиёсатни сценарийлар асосида моделлаштириш мақсадида FPAS⁸ моделини жорий этди.

Аммо, статистик кўрсаткичлардаги 2017 йилдан кейинги катта таркибий тафовут ҳамда ишсизлик ва иқтисодий фаоллик кўрсаткичларини қамраб олишдаги муаммолар моделлаштиришни мураккаблаштирамоқда⁹.

Бундан ташқари, ЎРМБ ҳар ойда мунтазам равишда инфляцион кутилмаларни аниқлаш мақсадида сўровлар ўтказиб бормоқда ва бу инфляцион кутилмаларни бошқариш ҳамда мустаҳкамлашга ёрдам берадиган фойдали инструмент ҳисобланади.

Умуман олганда, таҳлилий ва прогноз салоҳиятини оширишда сезиларли ривожланишга эришилди. Яқин даврда ЎРМБ амалдаги моделларнинг аниқлигини янада оширишни кўзда тутмоқда.

⁸ **Forecasting and Policy Analysis System** – ўрта муддатли макроиқтисодий прогнозлашни амалга оширишда бугунги кунда ИТга ўтган марказий банклар томонидан фаол қўлланиладиган “Прогнозлаштириш ва сиёсат таҳлили тизими”.

⁹ Статистикадаги чекловлар ишсизлик бўйича мукамал маълумотларнинг мавжуд эмаслигини ва миллий ҳисоблар бўйича чекловларни қамраб олади – бу 2022 йилнинг бошида чораклик маълумотлар бўйича чекловларнинг мавжудлигини (2020 йил биринчи чорагидан 2021 йилнинг учинчи чорагига қадар бўлган давр учун мавжуд) ва импорт дефлятори статистикаси бўйича муаммолар сақланиб қолганлигини билдиради.

2-ҳавола. ЎРМБнинг қисқа муддатли прогнозлаш моделлари

Табиий чегаралари мавжудлиги сабабли ҳеч бир модель барча мақсадлар учун хизмат қила олмаслигини инобатга олган ҳолда ЎРМБ қисқа муддатли прогнозлаш учун бир неча эмпирик моделларни ишлаб чиқди ва улар қуйидаги жадвалда кўрсатилган.

Модель	Даврийлиги	Прогноз қилинаётган ўзгарувчи	Экзоген ўзгарувчи
ARIMA	Ойлик	Базавий инфляция, инфляция	
BVAR (Bayesian VAR model)	Ойлик	Инфляция, кредитлар	
FAVAR (Factor Aug. VAR model)	Ойлик	Инфляция	Хорижий инфляция, алмашув курси, ИНИ таркиби
VECM (Vector Error Correction Model)	Ойлик	М0, пул ўтказмалари, валюта бозори, фоиз ставкаси, ИНИ, ЯИМ	М0, пул ўтказмалари, алмашув курси, фоиз ставкаси, ИНИ, ЯИМ
DFM (Dynamic Factor Model)	Ойлик	ЯИМ	Нефть нархи, саноат ишлаб чиқариш, экспорт, пул ўтказмалари
ARDL (Autoregressive Distributed Lag)	Чораклик	Базавий инфляция	Ишлаб чиқариш тафовути, ИНИ, озиқ-овқатнинг жаҳон нархлари, валюта бозори, пул таклифи
DOLS (Dynamic OLS Model)	Чораклик	Базавий инфляция	Ишлаб чиқариш тафовути, ИНИ, озиқ-овқатнинг жаҳон нархлари, валюта бозори, пул таклифи
ARIMA*	Кунлик	Муомаладаги нақд пуллар	

* Ушбу модел (ЕТТБ ёрдамида ишлаб чиқилган) ликвидликка автоном омилларнинг кунлик таъсирини прогнозлаштиради. Манба: Пул-кредит сиёсатининг 2021 йил ва 2022-2023 йиллар даврига мўлжалланган асосий йўналишлари.

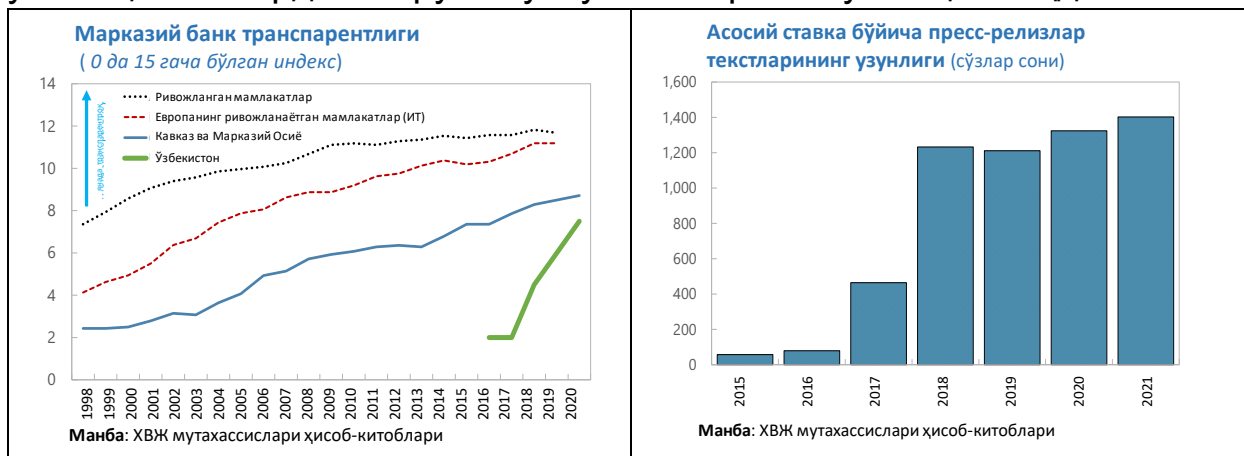
12. Сўнгги йилларда ЎРМБ ўзининг коммуникация сиёсатини сезиларли даражада фаоллаштирди. ЎРМБ ишончни ошириш ва инфляцион кутилмаларни бошқариш мақсадида пул-кредит сиёсатининг мақсадлари ва чоралари борасида янада шаффофлашди. ЎРМБ биринчи қадам сифатида ҳар йили пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишларини эълон қилиб боради ва унда келгуси 3 йил давомида юритиладиган сиёсатнинг асосий мақсад ва тамойиллари

баён қилиниб, батафсил прогноз ва сценарийлар келтирилади. Бундан ташқари, юқорида қайд этиб ўтилганидек, Марказий банк бошқарувининг ҳар бир йиғилишидан кейин матбуот анжумани ўтказилади ва пресс-релиз эълон қилинади. Ушбу пресс-релизнинг ҳажми кенг бўлиб, унда макроиқтисодий ҳодисалар шарҳланади ва ҳар бир қабул қилинган қарор асослари тушунтирилади.

ЎРМБ 2018 йилдан бошлаб, пул-кредит сиёсатининг чораклик шарҳини эълон қилмоқда ва у иқтисодий ва молиявий ҳодисаларнинг ҳар томонлама таҳлили, пул-кредит сиёсати тўғрисида батафсил маълумот ҳамда янгиланган иқтисодий прогнозларни ўз ичига олади.

Бундан ташқари, ЎРМБ 2018 йилдан бошлаб ойлик асосда пул-кредит ва молиявий статистикани ҳамда чораклик асосда статистик маълумотларнинг кенг тўпламини ўз ичига олган статистик бюллетенни эълон қила бошлади.

ЎРМБ ўзининг аудиториясини янада кенгайтириш мақсадида ижтимоий тармоқлар, жумладан Telegram¹⁰ каналидан фаол фойдаланиб келмоқда ва булар мулоқотнинг муҳим воситасига айланди. Коммуникацияни ривожлантириш ЎРМБга бўлган ишончни ошириш ва уни сақлашга ёрдам берувчи узлуксиз жараён бўлиб қолмоқда.



13. Қатор бошқа қонунлар ва йўриқномаларнинг қабул қилиниши билан институционал асослар янада мустаҳкамланди. 2019 йилнинг охирида (янги таҳрирдаги) валютани тартибга солиш, тўлов тизими ва банклар фаолияти тўғрисидаги қонунлар тасдиқланди. Шунингдек, ҳукумат имтиёзли кредитлаш дастурларини 13 тадан 3 та давлат

¹⁰ Марказий банкнинг расмий телеграм канали: <https://t.me/s/centralbankuzbekistan>

банкларига жамлади ва бундан кейин имтиёзли кредитлар Марказий банкнинг асосий ставкасидан паст ставкада берилиши мумкин эмаслиги борасида қарор қабул қилди. Бундан ташқари, ҳукумат банк тизимини ислоҳ қилиш ва давлат банкларини трансформация қилиш стратегиясини¹¹ ишлаб чиқди. Давлат банкларининг кузатув кенгашларига давлат амалдорлари ўрнига халқаро банк тажрибасига эга бўлган мустақил аъзоларни тайинлаш орқали уларнинг корпоратив бошқаруви изчил яхшиланиб бормоқда.

14. Марказий банкнинг амалиётлари ва ҳаракатлари инфляцион таргетлашга босқичма-босқич ўтиш режасига мувофиқ янада изчиллашди. Ўзбекистонда пул-кредит сиёсати ҳолатини пул-кредит сиёсатининг реал ставкаси бўйича баҳолаш мумкин (номинал ставка минус кутилаётган инфляция).



Марказий банк янги режимга ўтишда биринчи қадам сифатида номинал ставкани оширган бўлиб, 2017 йилнинг ўрталарига қадар реал ставка асосан манфий бўлган эди. Ушбу янги режим жорий этилган даврдан бошлаб, пул-кредит сиёсатининг реал ставкаси кўп вақт мобайнида мусбат кўринишга эга бўлди ва 2019 йилдан бошлаб 2-3 фоиз доирасида тебранмоқда. Бу ҳолат пул-кредит сиёсатида қатъий ёндашув амал қилаётганини кўрсатади.

Ўзбекистонда пул-кредит сиёсатининг натижалари

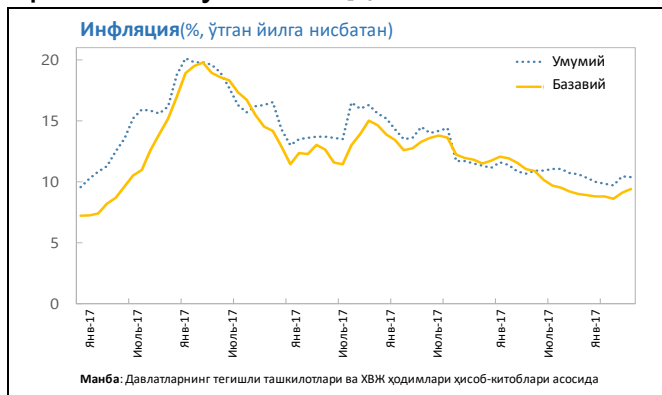
15. Охири йилларда инфляция босқичма-босқич пасайди ва Марказий банк инфляцион кутилмаларга ўз таъсирини кўрсата олди. 2017 йил сентябрь ойидаги 50 фоизли девальвация оқибатида инфляциянинг вақтинчалик ошишидан сўнг пул-кредит шароитларини

¹¹ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2020 йил 12 майдаги ПФ-5992-сонли “2020-2025 йилларга мўлжалланган Ўзбекистон Республикасининг банк тизимини ислоҳ қилиш стратегияси тўғрисида”ги Фармони.

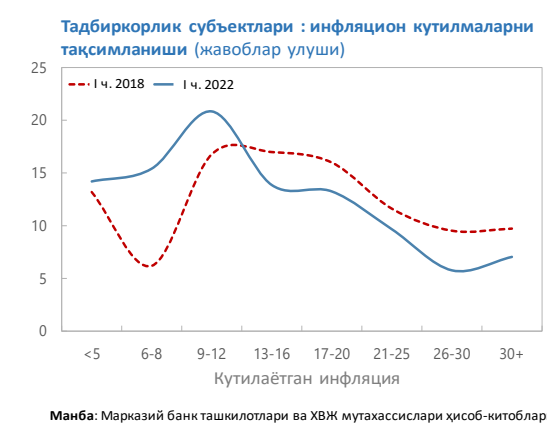
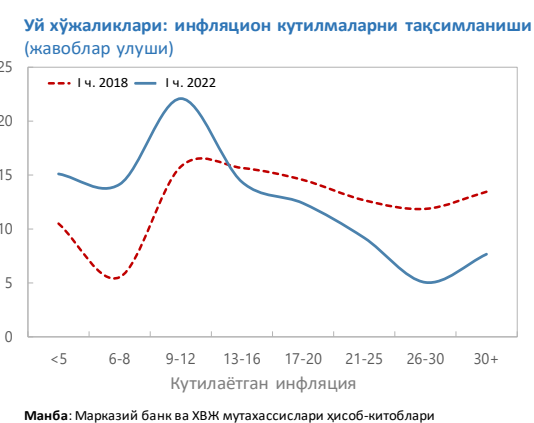
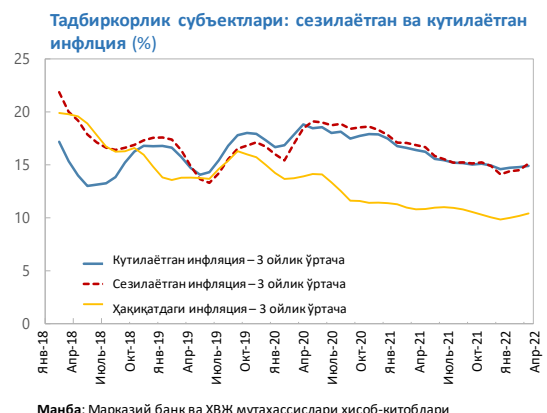
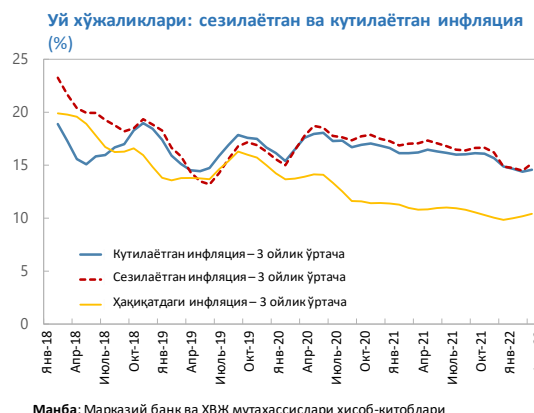
изчил қатъийлаштириш натижасида инфляция пасайиш тенденциясига эга бўлди. Аммо, инфляция ҳали ҳам нисбатан юқори даражада бўлиб, алмашув курсининг доимий қадрсизланиши, тартибга солинадиган нархларнинг янада эркинлаштирилиши ва оширилиши, сўнгги йилларда эса глобал тенденцияларнинг салбий таъсирлари, жумладан, етказиб бериш занжиридаги муаммолар ва хомашё товарлари нархларининг ошиши каби омиллар таъсиридаги инерцияни кўрсатмоқда.

Ўз навбатида, уй хўжаликлари ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмалари амалдаги инфляция даражасидан юқори ҳолда қолмоқда. Ушбу ҳолат қуйидаги шароитлар билан тушунтирилиши мумкин: (i) марказий банкнинг қисқа даврлик ИТ тажрибаси ва (ii) уй хўжаликлари ва тадбиркорлар кутилмаларининг умумий ўзгариши. Уй хўжаликлари ва тадбиркорларнинг сезилган инфляция даражасининг амалдаги инфляция даражасидан юқори бўлганлиги сабабли, кутилаётган инфляция даражаси ҳам жорий амалдаги инфляция даражасидан юқори шаклланмоқда (1-расм, юқорида). Шунга қарамасдан, ЎРМБ инфляцион кутилмаларга таъсир кўрсатишда ижобий тенденцияга эришганга ўхшамоқда.

Инфляцияни 9-12 фоиз чегарасида, яъни, 2021 йил учун Марказий банкнинг 10 фоизлик мақсадли кўрсаткичига яқинроқ бўлган даражада кутаётган уй хўжаликлари ва тадбиркорлар сони изчил ўсиб бормоқда (1-расм – пастда).



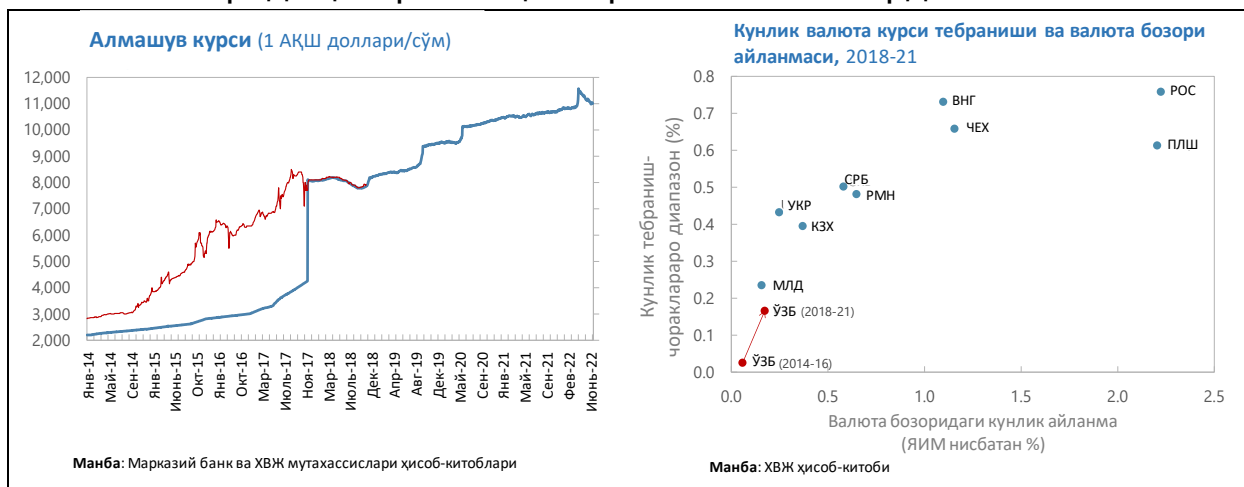
1-расм. Инфляция динамикаси



16. Алмашув курси умуман олганда асосий кўрсаткичларга мувофиқ ҳолда ҳаракат йўналишига эга бўлди. Аммо, бозорда амалиётлар ҳажмининг маълум даражада камлиги ҳамда ҳукумат ва давлат корхоналари йирик операциялари мавжудлиги шароитида ЎРМБ кескин тебранишларни олдини олиш мақсадида кунлик интервенцияларни амалга ошириш заруриятига дуч келмоқда. ЎРМБ алмашув курсининг узоқ муддатли тенденцияларига таъсир кўрсатмаган бўлсада, (буни 2017-20 йиллардаги халқаро резервларнинг нисбатан барқарор даражаси тасдиқлайди) бозорга аралашуви сезиларли бўлди. Интервенциялар асосан Марказий банкнинг маҳаллий олтин қазиб олувчи корхоналардан олтинни сотиб олиш натижасида муомалага кирган миллий валютадаги ликвидликни стерилизация қилишни кўзда тутувчи “нейтраллик тамойили” асосида

аниқланади. Аммо, ушбу интервенцион сиёсатни кундалик амалга ошириш айирбошлаш курсининг кунлик тебранишларининг нисбатан паст даражада бўлишига сабаб бўлиб, сўнги даврларда ўсган бўлсада, ҳали ҳам инфляцион таргетлашга ўтган кўплаб мамлакатларга нисбатан анча паст даражада қолмоқда (ўнгдаги расм).

2017 йилга қадар амалда бўлган қаттиқ валюта назорати режими алмашув курси тебранувчанлигини чеклаб, молия бозорларининг ривожланишига тўсқинлик қилган. Валюта бозори эркинлаштирилгандан кейин 2017 йилда ЎРМБ бозорнинг кенгайишига ёрдам бериш ва савдони енгиллаштириш мақсадида ўзининг валюта амалиётларини босқичма-босқич бозор усулларига ўтказди. Ушбу жараён босқичма-босқич бўлганлиги сабабли алмашув курсининг кунлик тебранишлари нисбатан чекланган даражада қолди. 2021 йилнинг бошида ЎРМБ бозор савдосини рағбатлантириш ва ўз навбатида валюта курси мослашувчанлигини ошириш мақсадида валюта бозорида қатор ислохотларни амалга оширди.



Институтлар ва трансмиссияни баҳолаш

Даствлабки шароитларни баҳолаш.

17. Таҳлиллар кўрсатмоқдаки, Ўзбекистон инфляцион таргетлашга ўтишда бир неча даствлабки шартларга жавоб беради. ИТни жорий этиш йўлида эришилган умумий ривожланишни миқдорий ва солиштира кўринишда ҳужжатлаштириш учун ушбу тадқиқотда ХВЖ методологиясидан (2006) фойдаланилмоқда.

1- жадвал. Инфляцион таргетлаш режими жорий қилинишидан олдин ва кейинги давр учун иқтисодий кўсаткичлар						
(юқорироқ қийматлар ИТ жорий қилиш учун яхши шароитларни англатади)						
	ИТ жорий қилингунига қадар			ИТ жорий қилинганидан сўнг		
	Ривож-ланган давлатлар	Ривожланган давлатлар	Ўзбекистон (2016)	Ривож-ланган давлатлар	Ривожланган давлатлар	Ўзбекистон (2021)
Техник инфратузилмаси	0.74	0.20	0.08	0.98	0.97	0.83
Маълумотларнинг очиклиги	0.84	0.63	0.25	0.94	0.92	0.50
Тизимли прогнозлаш	1.00	0.1	0.00	1.00	1.00	1.00
Шартли прогнозлаш учун маълумотлар	0.38	0.13	0.00	1.00	1.00	1.00
Молиявий тизимнинг барқарорлиги	0.53	0.41	0.34	0.6	0.48	0.4
Банк регулятив капиталнинг рискни ҳисобга олган ҳолда баҳоланган активларга нисбати	0.75	0.75	1.00	1.00	1.00	1.00
Фонд бозори капитализациясининг ЯИМга нисбати	0.28	0.16	0.02	0.44	0.21	0.06
Хусусий облигациялар капитализациясининг ЯИМга нисбати	0.40	0.10	0.00	0.31	0.07	0.00
Фонд бозори айланма маблағлари коэффиценти	0.28	0.29	0.00	0.35	0.22	0.00
Валюта номувофиклиги	1.00	0.92	1.00	1.00	0.96	1.00
Облигацияларни сўндириш муддати	0.46	0.23	0.00	0.52	0.43	0.33
Институционал мустақиллик	0.57	0.59	0.45	0.78	0.72	0.65
Фискал мустақиллик	0.75	0.77	0.00	1.00	1.00	1.00
Операцион мустақиллик	0.63	0.81	1.00	1.00	0.96	1.00
МБнинг қонуний вазифаси	0.16	0.50	0.00	0.44	0.62	0.50
Раиснинг иш кафолати	1.00	0.85	0.00	1.00	0.85	0.50
Фискал тақчиллик (ЯИМга нисбатан, фоизда)	0.45	0.48	0.90	0.78	0.47	0.00
Давлат қарзи (ЯИМга нисбатан, фоизда)	0.53	0.47	0.93	0.54	0.47	0.64
МБнинг мустақиллиги	0.44	0.26	0.28	0.72	0.64	0.92
Иқтисодий тузилиши	0.47	0.36	0.35	0.56	0.46	0.45
Алмашув курсининг ўтувчи таъсири (0=юқори, 1=паст)	0.31	0.23	0.00	0.50	0.44	0.00
Хом ашё товарлар нархларига таъсирчанлиги	0.44	0.35	0.50	0.56	0.42	0.50
Долларлашув даражаси	1.00	0.69	0.00	1.00	0.75	0.50
Савдонинг очиклиги (0=мутлақ очиклик, 1=мутлақ ёпиқлик)	0.13	0.18	0.90	0.16	0.21	0.81

*0 – юқори таъсир, 0,5 – ўртача таъсир, ва 1 – паст таъсирни билдиради.
Манба: ХВЖ ҳисоб-китоблари, ХВЖ 2006 (Батини, Лакстон ва Роджерс).

Сўровлар ва иқтисодий кўрсаткичларга асосланган ушбу методология мамлакатнинг ИТ жорий қилинган вақтгача ва ундан кейинги даврда бўлган шароитларини таърифлайди. Ушбу ёндашув қуйидаги тўрт

йўналишни ўз ичига олади: i) марказий банкларнинг техник инфратузилмаси; ii) молия тизимининг мустаҳкамлиги; iii) марказий банкларнинг институционал мустақиллиги; iv) иқтисодий тузилма. Ушбу методология мўлжалли бошлаш нуқтаси ҳисобланади.

18. Ушбу таҳлил Ўзбекистон ИТ режимини жорий этиш бўйича дастлабки шартларни бажаришда муваффақиятга эришаётганлигидан далолат беради, бироқ ҳали баъзи камчиликлар мавжуд. Натижалар шуни кўрсатадики, Марказий банк техник инфратузилмасидаги муаммоларнинг катта қисмини ва институционал муаммоларнинг айрим қисмини камайтирган, бироқ институционал мустақилликни мустаҳкамлаш учун қўшимча саъй-ҳаракатлар зарур. Шу билан бирга, молиявий тизим ва иқтисодий тузилмалар билан боғлиқ сезиларли камчиликлар ҳали ҳам мавжуд (1-жадвал). Хусусан:

а. Марказий банкнинг техник инфратузилмаси: прогнозлаш ва моделлаштириш соҳасидаги ўзгаришлар Ўзбекистон ИТни жорий қилган бошқа ривожланаётган иқтисодиётларда кузатилган даражаларга яқин эканлигини кўрсатади. Олдинда қилинадиган ишларнинг кўплигига қарамасдан, маълумотлар мавжудлиги сезиларли даражада яхшиланди.

б. Молиявий тизим соғломлиги: банк фаолияти кўрсаткичлари ИТни жорий қилган давлатлар кўрсаткичларига мувофиқ бўлса-да, капитал бозорининг ривожланмаганлиги ва ички облигацияларнинг қисқа муддатлилиги ИТ режимини жорий қилган бошқа ривожланаётган давлатларда кузатилган даражага эришиш учун молиявий ривожланиш заруриятини кўрсатади.

с. Институционал мустақиллик: Сўнгги ижобий ўзгаришларга қарамай, ИТни жорий қилган бошқа давлатлар янада мустаҳкам мақсад билан операцион мустақилликни ҳамда раис иш фаолияти хавфсизлигини намойиш этади. Маълумотлар, шунингдек, сўнгги йилларда бюджет тақчиллиги ва давлат қарзининг ошиши келажақда пул-кредит сиёсатини амалга ошириш жараёнини мураккаблаштириши мумкин.

д. Иқтисодий тузилиш: Валюта курсининг инфляцияга “ўтувчи таъсири”нинг юқорилиги, юқори долларлашув даражаси ва хомашё товарлари нархларига сезувчанлик Ўзбекистон учун ИТ жорий қилган бошқа ривожланаётган давлатларда кузатилаётган сингари мамлакат иқтисодий тузилмасини яхшилаш учун кенгроқ ислохотларни давом эттириши лозимлигини кўрсатади.

Дастлабки институционал шартлар

19. Мустақиллик индекси кўрсатиб турибдики, Марказий банкнинг институционал тузилмаси яхшиланди. Ушбу жараённи батафсил тавсифлаш учун ушбу мақолада марказий банк мустақиллигининг комплекс индекси ҳисоблаб чиқилган.

“Де-юре” кўрсаткичларига асосланган Марказий банк мустақиллиги индекси, ЎРМБ мустақилликка эришишда ривожланишга эришганини кўрсатади. Ҳисоб-китобларга кўра, ЎРМБ кўрсаткичи 0,38 дан 0,78 гача кўтарилди ва бу индексда 1 максимал қиймат ҳисобланади (2-жадвал).

Индекс, шунингдек, илғор тажрибаларни тўлиқ татбиқ этиш орқали, хусусан, ЎРМБ бошқаруви фаолиятини ташкил этишни янада такомиллаштириш орқали мустақилликни яхшилаш имконияти мавжудлигини кўрсатади.



2-жадвал. Марказий банк мустақиллигининг такомиллаштирилган индекси (Цукерман индекси)*
(0=мустақиллик мавжуд эмас, 1=тўлиқ мустақил)

Кўрсаткичлар	Ўзбекистон (2016 йил)	Ўзбекистон (2020 йил)	Европанинг айрим давлатлари**
МБ мустақиллигининг умумий кўрсаткичи	0,38	0,78	0,89
МБ бошқаруви (0,20)	0,44	0,44	0,79
1. Раиснинг ваколат муддати (0,20)	0,33	0,33	1,00
2. Раисни ким тайинлайди (0,20)	1,00	1,00	0,67
3. Қолган бошқарув аъзоларининг тайинланиши ва ваколат муддати (0,20)	0,00	0,00	1,00
4. Бошқарув аъзоларининг лавозимидан озод қилиниши (0,30)	0,25	0,25	0,75
5. Раисга ҳукуматда бошқа лавозимни эгаллашга рухсат берилиши (0,10)	1,00	1,00	0,33
МБ мақсади (0,15)	0,00	1,00	1,00
6. Фундаменталь мақсад (1,00)	0,00	1,00	1,00
Сиёсатнинг ишлаб чиқилиши (0,15)	0,80	0,90	0,90
7. Пул-кредит сиёсатини ким ишлаб чиқади (0,50)	1,00	1,00	1,00
8. Ҳукуматнинг фармойиши ва низоларнинг бартараф этилиши (0,30)	1,00	1,00	1,00
9. Қарз мажбуриятларини тасдиқлашда Марказий банкнинг иштироки (0,20)	0,00	0,50	0,50
МБ томонидан кредитлаш (0,4)	0,25	0,82	0,86
10. Аванс бериш учун чегаралар (0,15)	0,00	1,00	1,00
11. Ҳукуматни кредитлаш (0,30)	0,00	0,50	0,67
12. Ҳукуматни молиялаштириш шартларини ким аниқлайди (0,10)	0,33	1,00	1,00
13. МБ томонидан молиялаштириш бенефициарлари (0,10)	1,00	1,00	1,00
14. Кредитлар ва аванслар бўйича фоиз ставкалари (0,10)	0,50	1,00	1,00
15. Охириги инстанция кредитори (0,15)	0,00	1,00	1,00
16. Молиявий мустақиллик (0,10)	0,67	0,67	0,56
Ҳисобдорлик (0,10)	0,75	0,75	1,00
17. МБ ҳисобдорлиги (0,75)	1,00	1,00	1,00
18. МБ шаффофлиги (0,25)	0,00	0,00	1,00

* қавс ичида кўрсаткичларнинг вазни кўрсатилган

**Чехия Республикаси, Польша ва Руминия давлатларининг ўртача кўрсаткичлари

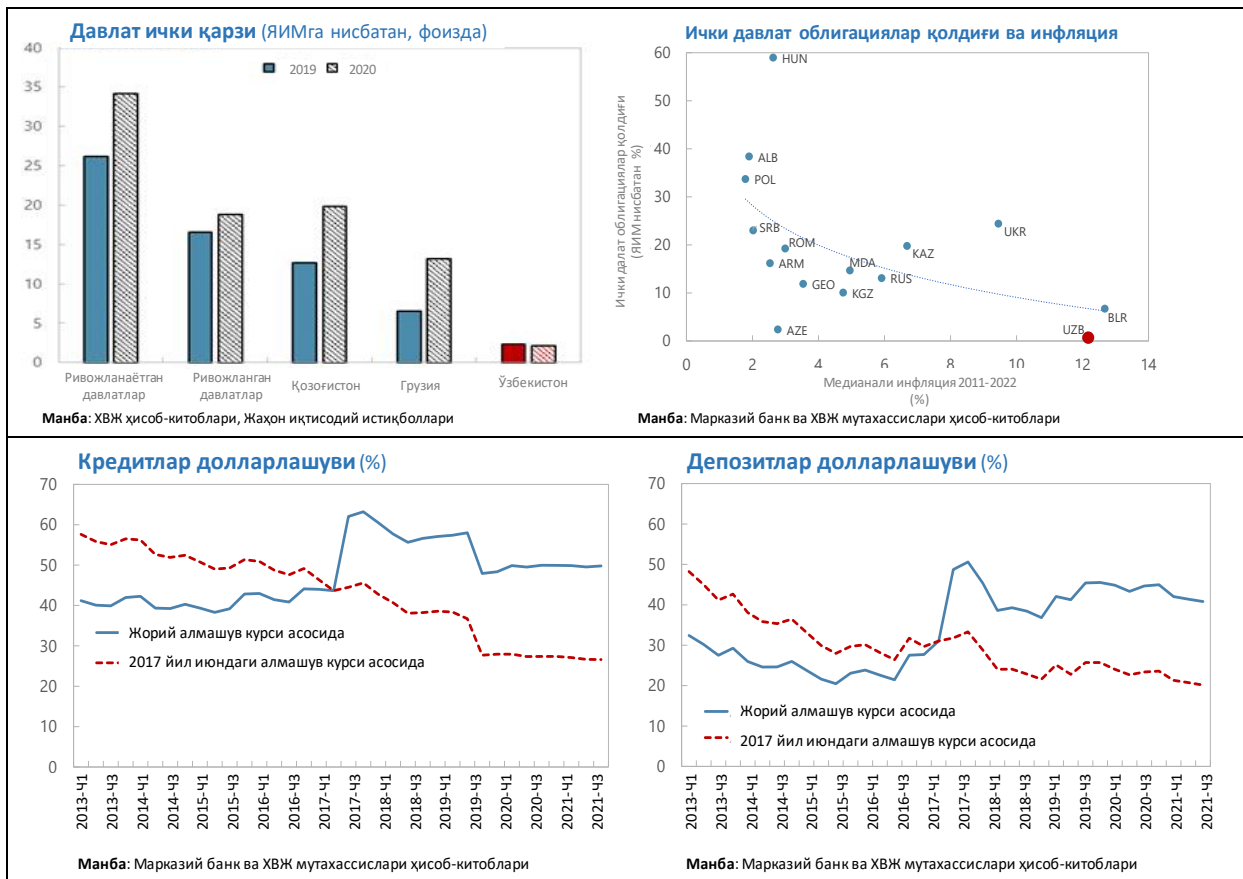
Манба: ХВЖ мутахассисларининг ҳисоб-китоблари

Трансмиссион механизмнинг дастлабки шартлари

20. Ўзбекистонда пул-кредит сиёсатининг трансмиссияси чекланган бўлса-да, у сўнгги пайтларда амалга оширилаётган ислохотлар туфайли яхшиланди. Молия бозорининг ривожланмаганлиги, юқори долларлашув даражаси, давлатнинг

кредитлаш дастурлари, иқтисодиётда давлат банклари ва давлат корхоналари улушининг юқорилиги пул-кредит сиёсатининг трансмиссиясини чекловчи асосий омиллардан ҳисобланади.

21. Молия бозорларининг ривожланмаганлиги фоиз ставкалари трансмиссиясига тўсқинлик қилади. Банклараро пул бозори 2020 йил бошидан буён жадал ривожланган бўлса-да, бозор сегментациясининг айрим белгилари ҳали ҳам мавжуд, айрим банклар бозорда доимий равишда қарз олувчи ёки кредитор сифатида қатнашиб келмоқда. Давлат қимматли қоғозлари бозорининг ривожланмаганлиги трансмиссиядаги чекловларни тушунтириш учун муҳимдир. Бунга бир томондан ички жамғармаларнинг пастлиги сабабли ДҚҚга талабнинг камлиги ва иккинчи томондан юқори инфляция натижасида юзага келган баланд фоиз ставкалари туфайли ДҚҚ таклифининг камлиги таъсир қилади. Ўз ўрнида, банклараро депозитларнинг катта қисми таъминланмаган ҳисобланиб, таваккалчилик даражасининг юқорилиги баъзи банкларнинг бозорга кириши учун тўсқинлик қилмоқда.



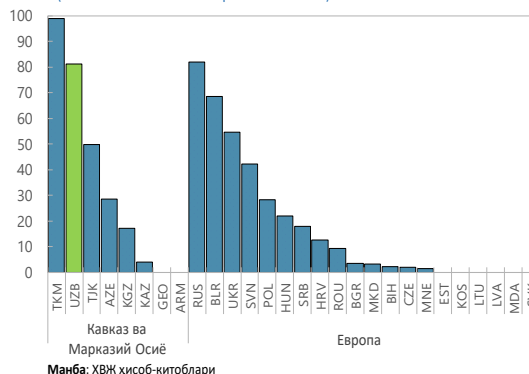
22. Юқори долларлашув даражаси ҳам пул-кредит сиёсати трансмиссиясига тўсқинлик қилади. 2021 йилда Ўзбекистонда депозит ва кредитларнинг долларлашуви мос равишда 41 ва 50 фоизни ташкил этди. Умуман олганда, юқори долларлашув пул-кредит сиёсати орқали таъсир кўрсатиш мумкин бўлган кредитлар ва депозитлар базасини қисқартиради. Долларлашув даражаси қанчалик юқори бўлса, пул-кредит сиёсати трансмиссияси шунчалик паст бўлади. Маълумотлар шуни кўрсатадики, валюта курсининг қадрсизланиши ва кредитларни молиялаштириш учун банклар томонидан хорижий қарзлар олиш ҳажмининг ошиши долларлашув даражасининг ортишига сабаб бўлган. Бироқ, валюта курси таъсирсиз ҳисоблаганда долларлашув даражаси барқарорлашди ва бу Марказий банкнинг “нисбатан қатъий” пул-кредит сиёсати долларлашувни олдини олишга ёрдам берганидан далолат беради.

23. Давлат банкларининг устунлиги ва давлат кредитлаш дастурлари ҳам пул-кредит сиёсати трансмиссиясини чеклайди. Мамлакатда 31 та банкдан 11 таси давлат банки бўлиб, банк сектори активларининг қарийб 82 фоизини ташкил қилади. Ушбу банклар фаолиятининг бозор қоидаларига тўлиқ ўтмаганлиги,

Марказий банк асосий ставкасининг кредитлар ва депозитлар ставкаларига “ўтиш таъсири”ни камайтиради. Банкларнинг давлат ресурслари ҳамда ташқи манбалардан фойдаланиш имкониятларининг юқорилиги трансмиссиянинг заифлашишига олиб келади. Бундан ташқари, давлат кредитлаш дастурлари бўйича имтиёзли фоиз ставкалари (яъни, бозор ставкаларидан паст) ҳам трансмиссияни сустлаштиради. Ўзбекистондаги банк рақобати минтақадаги бошқа мамлакатларга нисбатан пастроқ бўлиши давлат банкларининг устунлиги туфайли юзага келмоқда.

Давлат банклари, 2018

(банк тизимининг активларига нисбатан %)



24. Иқтисодиётда давлат корхоналари улушининг нисбатан юқорилиги рақобат ва нархларнинг мослашувчанлигини пасайтиради. Аксарият давлат корхоналари тўлиқ бозор тамойиллари асосида иш юритмайди ва натижада ушбу корхоналар маҳсулотлари ва хизматларининг нархлари ҳар доим ҳам харажатлар ва талаб шароитлари билан белгиланмайди. Кўпинча, давлат корхоналари томонидан нархларнинг ўзгартирилиши марказлашган ҳолда ва ушбу корхоналар ихтиёрига кўра амалга оширилади. Бу инфляция инерциясини оширади, шунингдек, пул-кредит сиёсатининг самарадорлигига тўсқинлик қилади. Бундан ташқари, давлат корхоналарининг молиялаштириш имкониятлари юқори бўлиб, улар давлат кафолатларига ва давлат банклари билан узоқ муддатли муносабатларга эга. Бунинг натижасида пул-кредит сиёсатининг қатъийлаштирилиши давлат корхоналарига бюджет чекловларига дуч келадиган хусусий корхоналарга қараганда камроқ таъсир кўрсатади ва шу сабабли пул-кредит сиёсатининг самараси пастроқ бўлади.

25. Ушбу тадқиқотнинг мақсади асосий ставканинг чакана фоиз ставкалари, инфляция ва валюта курсига трансмиссиясининг баъзи хусусиятларини ҳужжатлаштиришдир. Биринчи босқичда, OLS оддий баҳолаш усули ёрдамида пул-кредит сиёсати ставкаларининг чакана ставкаларга ўтиши баҳоланади. Иккинчи босқичда, вектор авторегрессия (VAR) модели асосида, асосий ставканинг инфляция ва валюта курсига трансмиссияси ўрганилди. Ушбу ёндашувлар ўз камчиликларига эга, ammo шунга қарамай фойдали маълумотларни беради.

26. Таркибий ва маълумотлардаги муаммолар пул-кредит сиёсати ставкаларининг чакана фоиз ставкаларига ўтувчанлигининг эконометрик таҳлил қилиш имкониятини чеклайди. Пул-кредит сиёсати ставкаларини чакана ставкаларга ўтиши учта асосий компонентдан иборат: i) марказий банкнинг асосий ставкасидан банклараро пул бозори фоиз ставкаларига ўтиши; ii) банклараро пул бозоридан хатарсиз активлар даромадлилиги эгри чизиғига ўтиши ва iii) даромадлилик эгри чизиғидан депозитлар ва кредитлар фоиз ставкаларига ўтиши. Маълумотларнинг чекланганлиги ва молиявий бозорларнинг етарлича ривожланмаганлиги дастлабки икки компонент

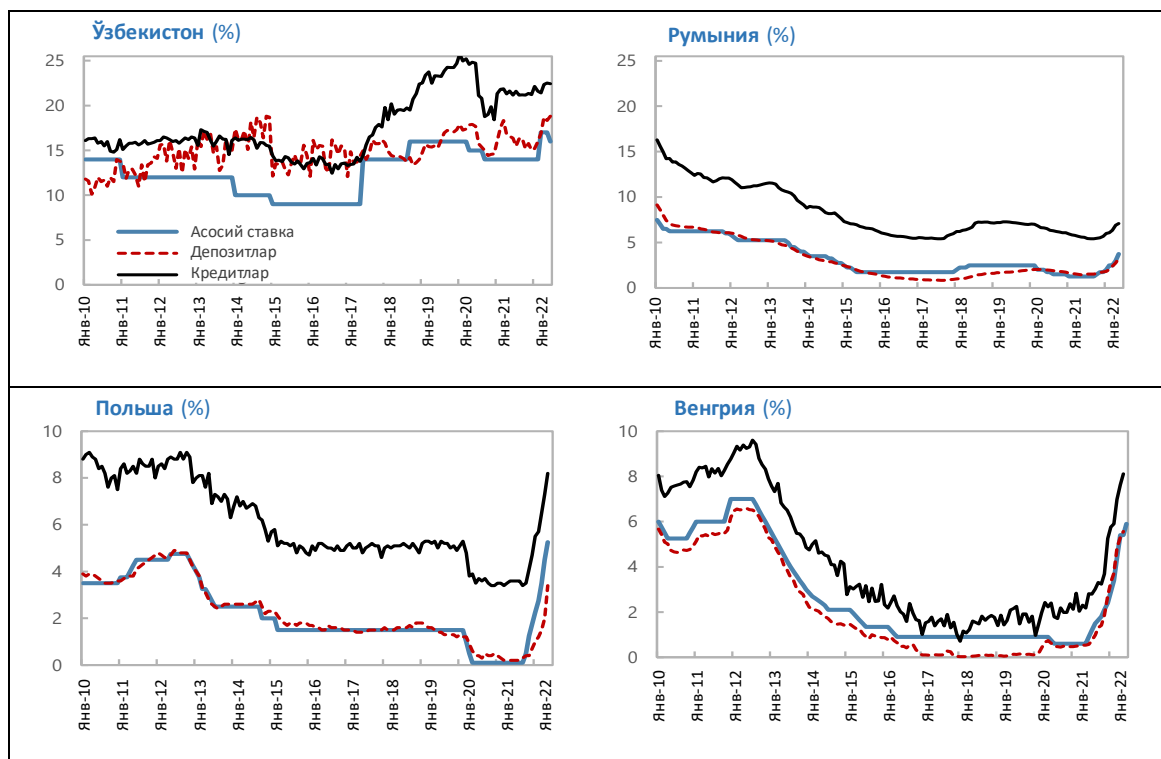
бўйича таҳлил қилишни қийинлаштиради. Ишончли банклараро пул бозор маълумотлари фақат 2021 йил феврал ойидан бошлаб мавжуд бўлиб, давлат қимматли қоғозлари бозори ундаги савдо ҳажмларининг камлиги сабабли кичиклигича қолмоқда. Натижада, асосий фоиз ставканинг трансмиссиясини турли босқичларга ажратиш орқали эконометрик таҳлил қилиш имконсиз бўлиб, фақат асосий ставкадан қисқа муддатли чакана фоиз ставкаларига ўтиш умумий даражада таҳлил қилинади.

27. Ўзбекистонда асосий ставканинг банкларнинг чакана фоиз ставкаларига трансмиссиясини ошириш зарур. Ушбу тадқиқотда кузатувлар сонининг чекланганлиги сабабли пул-кредит сиёсати таъсирида фоиз ставкаларининг мослашувчанлиги Анжелони ва Эрманн (2003) мақоласида фойдаланилган оддий регрессия усулида амалга оширилди. Анжелони ва Эрманн (2003) Европа Марказий банки ўз амалиётларини бошлаган 1999 йилдан олдин ва ундан кейинги даврдаги пул-кредит сиёсати трансмиссиясини баҳолаш мақсадида тадқиқот қилган.

Ўзбекистон учун республикада валюта бозори либераллаштирилиб, пул-кредит сиёсатига янгича ёндашув қабул қилинган 2017 йилнинг сентябридан олдинги ва ундан кейинги даврда асосий ставканинг бозор ставкаларига трансмиссиясини баҳолашда юқоридаги амалиёт қўлланилди. 2-расмда маълумотлар кўрсатилган бўлса, 3-жадвалдаги баҳолаш натижалари қуйидагиларни тасдиқлайди:

- а.** Асосий ставканинг кредитлар фоиз ставкаларига трансмиссияси яхшиланган. Бироқ, 2017 йилгача бўлган натижаларни шарҳлашда эҳтиёткорлик талаб қилинади. Ушбу даврда ўтказувчанликнинг катта қисми давлат банклари кредитлар нархини белгилашда маъмурий база сифатида асосий ставкадан фойдаланганлиги билан боғлиқ.
- б.** Асосий ставканинг депозитлар фоиз ставкаларига трансмиссия даражаси ошган, аммо статистик аҳамиятга эга эмас.
- в.** Умуман олганда, трансмиссия механизми ИТ режимидаги бошқа мамлакатларга нисбатан чеклангандек кўринади.

2-расм. Айрим давлатларда фоиз ставкалар



3-Жадвал. Пул-кредит сиёсати фоизларининг чакана фоиз ставкаларига таъсири
Чакана фоиз ставкаларини пул-кредит сиёсати ставкаларига эластиклиги
(фоиз бандлар)

	Янв-10 – Авг-17	Сен-17 – Июль-22	Янв-10 – Июль-22
Кредитлар ставкаси			
Ўзбекистон	0,30***	0.59**	0.37***
Бошқа давлатлар*			0.68**
Депозитлар ставкаси			
Ўзбекистон	-0.05	0.35	0.04
Бошқа давлатлар(1)			0.77***

Изоҳ:

OLS модели асосида: $\Delta \text{Фоиз ставка } X_t = \alpha + \beta \Delta \text{Асосий ставка} + \varepsilon_t$

***, **, * - маънога эгаллиги даражасида 1%, 5%, 10%, мос равишда

(1) Польша, Венгрия, Румыния

Манба: ХВЖ ҳисоб-китоблари

28. Инфляция ва валюта курсларининг пул-кредит сиёсати ўзгаришларига реакциясини баҳолаш учун кўп ўзгарувчилик вектор авторегрессия (VAR) моделидан фойдаланилди. Бунда, 2016 йил декабридан 2020 йил октябригача бўлган ойлик маълумотлар асосида n -тартибдаги оддий VAR модели ишлаб чиқилди. Модел тенгламаси қуйидагича:

$$Y_t = C + \sum_{k=1}^n A_k Y_{t-k} + \sum_{j=1}^r B_k X_{t-j} + \epsilon_t$$

бу ерда Y_t – эндоген ўзгарувчилар вектори, шу жумладан асосий ставка, номинал самарали алмашув курси ва базавий инфляция даражаси. X_t – экзоген ўзгарувчилар (лаг билан), жумладан, энергия ва озиқ-овқат товарларининг жаҳон нархлари вектори, C – эркин коэффициентлар вектори, A_k ва B_k – коэффициент матрицалари ва ϵ_t – кетма-кет корреляция қилинмаган ўртача нол билан m -хато вектори, доимий мусбат-аниқ дисперсия-ковариация Ω матрицаси бўлади. Лаглар тартиби лагларни танлаш мезонлари асосида аниқланади. Таҳлилимизда биз Песаран ва Шин (1998) томонидан таклиф қилинган умумий импульсларга жавоб функцияларидан (Generalized Impulse Response Functions - GIRF) фойдаланамиз, чунки улар шоклар ортогонализациясини талаб қилмайди ва VAR тизимидаги эндоген ўзгарувчилар тартибига ўзгармасдир. Асосий ставкадан ташқари барча ўзгарувчилар логарифмик шаклда ифодаланади.

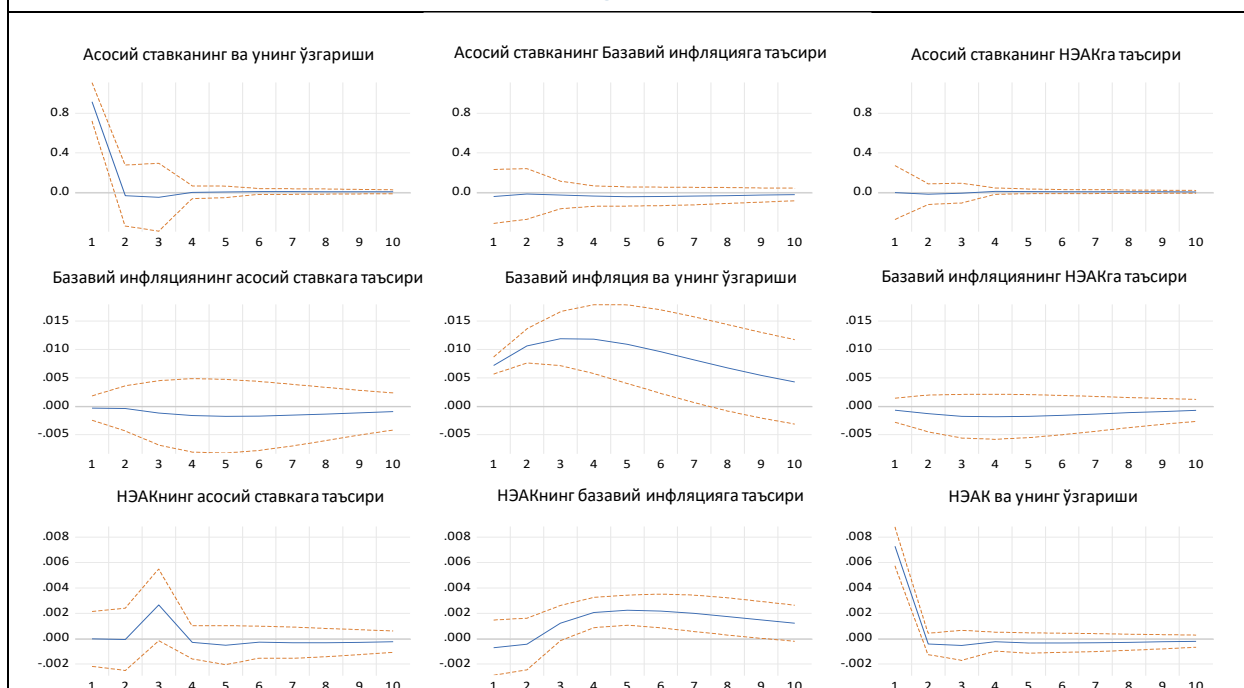
29. Эмпирик таҳлил натижалари кўрсатадики, ривожланаётган иқтисодиёт учун базавий инфляциянинг асосий ставканинг ўзгаришига таъсири кутилганидан камроқ. Умумлаштирилган функцияларнинг импульс жавоб (impulse response functions - IRFs) натижалари қуйидагиларни кўрсатади:

а. Базавий инфляциянинг асосий ставка шокига жавобида кўрсатилганидек, асосий ставка оширилиши базавий инфляцияни камайтиради, аммо натижалар статистик аҳамиятга эга эмас.

б. Инфляция алмашув курсидаги ўзгаришларга реакция беради, аммо бу ҳам статистик аҳамиятга эга эмас.

с. Умумлаштирилган натижалар, пул-кредит сиёсати трансмиссиясининг самарадорлиги чекланганлигини кўрсатади.

3-жадвал. Умумлаштирилган 1 стандарт бирлик оғишга VARнинг импульс жавоблари



Мавжуд муаммолар ва умумий тавсиялар

Ишончни ошириш

30. Марказий банк мустақиллиги, шаффофлиги ва бошқарувини янада такомиллаштириш орқали фаолият самарадорлигини оширишга эришиш мумкин. Ишончни ошириш пул-кредит сиёсатининг самарадорлиги учун муҳим аҳамиятга эга. Бунинг учун “де-факто” мустақиллик ва пул-кредит сиёсатини олдиндан кўра билиш имконияти талаб этилади. Ўзбекистонда бу қийин вазифа ҳисобланади, чунки 2017 йилгача Марказий банк пул-кредит сиёсати дискрецион бўлган ва уни юритишда ҳукумат кўрсатмаларига амал қилинган.

Сўнги йилларда юқорида айтиб ўтилганидек, вазият сезиларли даражада яхшиланди. Юқори даражадаги шаффофлик ва кучли корпоратив бошқарув стандартлари, бошқарув сиёсати ва функциялари учун ҳисобдорликни таъминлаган ҳолда дискретликни пасайтириш учун муҳим ҳисобланади. Такومиллаштириш имкониятлари мавжуд йўналишлардан бири бу Марказий банк бошқарув ролини кучайтиришдир.

Марказий банк бошқаруви самарали фаолият кўрсатаётган бўлса-да, унинг аъзоларининг юқори қўнимсизлиги ва мустақил аъзолар сонининг чекланганлиги муҳим тўсиқлардан ҳисобланади. Кўпроқ назорат ва мувозанатлашув Марказий банк фаолиятининг илғор хориж амалиётига мос келишини таъминлайди¹². Ушбу масалаларни бошқарувнинг барча аъзолари учун аъзолик муддатларини (йилларда) белгилаш, номзодларни танлаш ва бошқарув аъзолигидан озод қилиш мезонларини аниқлаштириш орқали ҳал қилиш мумкин.

Бундан ташқари, илғор амалиётга кўра, бошқарувда мустақил аъзолар сони кўпроқ бўлиши лозим ёки бошқарувнинг катта қисми назоратга эга бўлиши керак. Хусусан, илғор тажрибага эга мамлакатларда бошқарувнинг мустақил аъзолари ташқи аудит қўмитасида етакчи рол ўйнайди. Ваниҳоят, Марказий банкнинг сиёсати унинг баланс ҳисоботларида акс эттирилганлиги сабабли, Марказий банк МҲХСга (Молиявий ҳисоботларнинг халқаро стандартлари) ўтиши ва аудитдан ўтган молиявий ҳисоботларини нашр этиши керак.

31. Инфляцияга таъсир этувчи сиёсат масалалари бўйича ҳукумат билан ҳамкорликни кучайтириш зарур. Имтиёзли кредитлаш дастурлари, коммунал хизматлар нархларини тартибга солиш ва давлат секторидаги иш ҳақи сиёсати пул-кредит сиёсати трансмиссиясига ва инфляцияга таъсир кўрсатадиган муҳим сиёсатлардан ҳисобланади. Хусусан, имтиёзли кредитлаш сезиларли ҳажмга ва махсус йўналтирилганлик хусусиятига эга бўлиб, булар оилавий тадбиркорлик, мақсадли иқтисодиёт тармоқлари ва давлат корхоналари учун кредитлардир. Ҳукумат томонидан қўллаб-қувватлашнинг давом этиши инфляцион таргетлашни муваффақиятли амалга оширишга ёрдам беради.

Пул-кредит сиёсати трансмиссиясини яхшилаш

32. Молия бозорини ривожлантириш фоиз ставкалари трансмиссиясини ошириш учун зарур. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки банклараро пул бозорини ривожлантириш бўйича

¹² Ҳозирда бошқарув раиси Президентга бошқарув аъзоларини тайинлаш ва бошқарув аъзолигидан чиқариш бўйича тавсия бериши натижасида назорат ва мувозанатлар чекланган.

сезиларли ишларни амалга оширди, хусусан, банклараро операцияларни тартибга солувчи бозор конвенциялари ва стандартлари ишлаб чиқилди, шу жумладан, пул бозорининг бенчмарк ставкаси, стандарт асосий РЕПО шартномаси, банклараро РЕПО операциялари учун клиринг ва ҳисоб-китоб инфратузилмаси жорий этилди ҳамда Пул бозори ишчи гуруҳини ташкил этилди. Натижада, Марказий банк 2022 йилнинг июль ойида банклараро пул бозорининг бенчмарк ставкасини (“UZONIA”) ҳисоблаш методологиясини эълон қилди.

33. Валюта курсининг тебрانувчанлиги ошириш орқали унинг инфляцион кутилмаларга таъсирини камайтириш муҳим ҳисобланади. Алмашув курси тебранишларининг (кунлик) мўътадил даражаси унинг инфляцион кутилмаларни оширувчи асосий омил сифатидаги ролини камайтиради. Алмашув курсининг мўътадил тебранишлари ва олдиндан тахмин қилиб бўлмайдиган тренди шароитида иқтисодий агентлар курснинг динамикасига унчалик аҳамият бермайди ва бу, ўз навбатида, валюта курси ва инфляция ўртасидаги боғлиқликни камайтиради. Бу эса, ўз навбатида, валюта бозорини ривожлантиришни талаб қилади.

2021 йилда валюта бозори фаолиятида амалга оширилган ўзгаришлар олдинга қўйилган муҳим қадамлардан бўлди. Уларни амалга ошириш учун бир нечта муҳим элементлар керак.

Биринчидан, бозорнинг ривожланишига аниқ реакция кўрсатувчи стратегик тактикалар, интервенцияларни қачон ва қандай ўтказилишини шарҳлаб берувчи операцион йўриқномалар ҳамда тамойиллар ва мақсадлар тўғрисида кўпроқ маълумот берган ҳолда валюта интервенциялари қоидаларининг шаффофлигини таъминлаш зарур.

Иккинчидан, бозорга хос нархлар шаклланиши механизмига ўтишни турли алмашув курслари бўйича валюта аукционларини ўтказиш орқали қўллаб-қувватлаш мумкин. Ваниҳоят, Глобал валюта кодексини қабул қилиш ёки бозор қоидаларини жорий этиш муҳим аҳамиятга эга бўлади.

34. Долларлашув даражасини пасайтириш мақсади миллий валютадаги жамғармаларни рағбатлантиришни янада кучайтиришни талаб қилади. Халқаро тажрибада бир қатор чора-тадбирларнинг долларлашувни камайтириш ва миллий валютанинг жозибадорлигини оширишда самарали бўлиши мумкинлиги кўрсатилган (Rennhack and Nozaki (2006), García-Escribano (2010), Kokenyne, ва бошқалар (2010), García-Escribano and Sosa (2011), Khandelwal ва бошқалар (2022)). Ушбу тадқиқотларда миллий валюта ва банк тизимига бўлган ишончни мустаҳкамлаш ва долларлашувни камайтиришда макроиқтисодий барқарорлик сиёсати, пруденциал сиёсат ва капитал бозорларини ривожлантириш чора-тадбирларини ўзаро мувофиқликда амалга оширилишининг муҳим ўрин тутиши таъкидланади.

Хорижий валютадаги депозитлар бўйича юқори захиралаш талабларини белгилаш, доллардаги депозитлар бўйича суғурта мукофотларини ошириш, хорижий валютадаги депозитлар бўйича миллий валютада мажбурий захира талабларини белгилаш, хорижий валютадаги кредитлар бўйича захира талабларини кучайтириш ва валюта рискларини ҳеджирлаш инструментлари бозорини ривожлантириш бу борадаги аниқ чора-тадбирларга мисол бўла олади. 4-жадвалда баъзи мамлакатларнинг долларлашувни камайтириш бўйича муваффақиятли тажрибаси келтирилган.

4-жадвал. Долларизация даражасини пасайтиришда амалга оширилган сиёсат ва чора-тадбирлар бўйича хориж тажрибаси

Инструмент тури	Долларлашув тоифаси	Амалга оширилган чора-тадбирлар	Давлат (давр)
Валюта сиёсати	Барча тоифалари	Эгиловчан валюта курси	Лаосда (1995) сузиб юрвчи валюта курси тизими жорий қилинган. Турцияда (2001) алмашув курсининг икки томонлама тебранишига имконият берувчи валюта интервенциялари.
Пул-кредит сиёсати	Депозитлар долларизацияси	Миллий валютадаги депозитлар фоиз ставкаларининг оширилиши	Миср (1991-1999) Эстония (1992-1994) Венгрия (1995-1996)

Фискал сиёсат (Солиқ солиш)	Депозитлар долларизацияси	Миллий валютадаги депозитларни солиқдан озод қилиш (хорижий валютадаги депозитларга доимий равишда солиқ солиш)	Боливия (2006)
Ички молиявий бозорларни ривожлантириш	Молиявий долларлашув	Ички валюта бозорини ривожлантириш	Ангола (2001) Перу (1985-1987)
Миллий валютада фойдаланишни яхшилаш	Операцияларни долларлаштириш	Банкнотлар сифатини яхшилаш	Ангола (2001)
Мажбурий захира талаблари	Депозитлар долларлашуви	Миллий валютадаги мажбуриятлар учун мақбул захиралаш талабларини ўрнатиш	Беларусь (2001 йилдан) Хорватия (2000) Покистон (1998-2003)
Кредитларнинг гаров қийматига нисбати бўйича талаблар (loan-to-value ratio - LTV)	Кредитлар долларлашуви	Хорижий валютадаги кредитлар учун LTVнинг пастроқ коэффициенти	Венгрия . LTV коэффициенти миллий валютадаги кредитлар учун 80 фоиз, евродаги кредитлар учун 60 фоиз ва бошқа валютадаги кредитлар учун 40 фоиз этиб ўрнатилган. Грузия , 2019. LTV коэффициенти миллий валютадаги кредитлар учун 85 фоиз хорижий валютадаги кредитлар учун 70 фоиз даражасида ўрнатилган ¹³ .
Таъминот бўйича талаблар	Банкларнинг уй хўжаликлари ва фирмаларга хорижий валютадаги кредитлари	Хорижий валютадаги кредитлар бўйича захира яратиш талабларини қатъийлаштириш	Албания , 2007. Барча шубҳали кредитлар ва хеджирланмаган субстандарт кредитлар бўйича 5 фоиз миқдорида қўшимча захира яратиш.

¹³ Грузия Миллий банкининг 2019 йил учун Молиявий барқарорлик ҳисоботида мувофиқ.

35. Молиявий секторни янада ислоҳ қилиш, хусусан, банк тизимида давлат улушини қисқартириш ҳам пул-кредит сиёсати трансмиссиясини кучайтиришда жуда муҳим аҳамиятга эга бўлади. Бунинг учун давлат банкларига қаттиқ бюджет чекловларини жорий этиш, бошқарувини такомиллаштириш, шу жумладан, мустақил ва малакали бошқарув аъзоларини тайинлаш, давлат томонидан молиялаштиришни қисқартириш ва уларни хусусийлаштириш орқали такомиллаштириш талаб этилади. Шу билан бирга, банк назорати тизимини янада мустаҳкамлаш зарур.

36. Умуман олганда, давлатнинг иқтисодиётдаги ролини қисқартириш зарур. Самарали трансмиссияни таъминлаш учун иқтисодиёт бозор тамойиллари асосида ишлаши, корхоналар, хусусан, давлат корхоналари учун қатъий бюджет чекловлари бўлиши керак. Бу пул-кредит сиёсатидаги ўзгаришлар давлат корхонасининг молиявий қарорларига таъсир қилишини таъминлашга ёрдам беради. Бунга, давлат корхоналарига молиявий ёрдам ва кафолатлар беришни қисқартириш, шунингдек, уларнинг корпоратив бошқарувини такомиллаштириш орқали эришиш мумкин. Ўз навбатида, ресурсларнинг янада самарали қайта тақсимланишига ёрдам бериш учун энергия ресурслари нархлари бозор томонидан белгиланиши керак.

37. Инфляцион таргетлашга ўтишда пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқиш жараёнида Марказий банк давлатнинг иқтисодиётдаги катта роли билан боғлиқ муайян муаммоларни ҳисобга олиш керак бўлади. Юқорида таъкидланганидек, давлатнинг нафақат иқтисодиётда, балки банк секторидаги катта роли, давлат томонидан тартибга солинадиган нархлар, имтиёзли фоиз ставкаларида кредитлаш бўйича давлат дастурлари, фискал устунлик каби қатор муаммолар мавжуд бўлиб, улар Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати самарадорлигини ошириш имкониятларини чеклайди. Ўтиш даврида ушбу омилларни пул-кредит сиёсатини юритиш ва унинг инструментларини қўллашда чекловлар сифатида тан олиш ҳамда давлатнинг иқтисодиётдаги ролини камайтириш борасида ҳукумат билан ҳамкорлик қилиш жуда муҳимдир.

Хулоса

38. Ўзбекистон ИТ режимини муваффақиятли жорий этиш шароитларини шакллантиришда сезиларли ютуқларга эришди, аммо, олдинда қатор йўналишлар, айниқса, иқтисодиёт тузилмасини такомиллаштиришда кўплаб ишлар амалга оширилиши лозим. Ўзбекистон ИТни жорий этиш учун кўплаб дастлабки шартларга жавоб беради. Марказий банк ўзининг институционал ва бошқарув тузилмасини такомиллаштиради, прогнозлаш қобилиятини оширди, пул-кредит операциялари ва пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш ҳамда коммуникациясини такомиллаштиришга эришганлигига қарамасдан Марказий банк бошқарувини такомиллаштириш бўйича кейинги қадамлар зарур ҳисобланади. Пул-кредит сиёсати трансмиссиясини кучайтириш учун ички капитал бозори ва валюта бозорини ривожлантириш, долларлашув даражасини қисқартириш ва давлатнинг иқтисодиётдаги ролин камайтириш зарур. Банк тизимида ҳам, умуман иқтисодиётда ҳам давлат улушининг юқорилиги, давлат кредитлаш дастурлари билан биргаликда пул-кредит сиёсати трансмиссиясини чеклайди.

I Илова. Инфляцияни таргетлаш шартларининг батафсил тақдимоти

Техник инфратузилма:

- Маълумотларнинг мавжудлиги: инфляцион таргетлашни жорий қилишда барча асосий макроиқтисодий маълумотларнинг (ЯИМ, бандлик, ИНИ) мавжудлиги кўриб чиқилади. Натижалар қуйидагича талқин қилинади:

1.00	Барча маълумотлар мавжуд, ишончли ва сифатли.
0.75	Барча маълумотлар мавжуд, аммо баъзилари ишончсиз ёки сифатсиз.
0.50	Барча маълумотлар мавжуд, аммо уларнинг аксарияти ишончсиз ёки сифатсиз.
0.25	Барча маълумотлар мавжуд, аммо уларнинг аксарияти ишончсиз, масалан, одатда кўп мартаба қайта кўриб чиқилади ёки кам даврийликка эга.
0.00	Ҳеч қандай маълумот мавжуд эмас.

Тизимли прогнозлаш жараёни: ИТ жорий қилиш пайтида прогнозлаш имкониятларининг мавжудлиги (қисқа муддатли прогнозлар инфляция ва фаолликни прогноз қилиш моделларига мос келиши) кўриб чиқилади. Натижалар қуйидагича талқин қилинади:

1.00	Даврий, тизимли прогнозлаш жараёни аввалдан мавжуд бўлган.
0.00	Прогнозлаш амалиёти мавжуд бўлмаган.

Моделларнинг шартли прогноз қилиш имконияти: Марказий банк шартли прогнозларни амалга ошириш учун прогноз моделларига эга ёки йўқлиги кўриб чиқилади. Натижалар қуйидагича талқин қилинади:

1.00	Ҳа
0.00	Йўқ

Молиявий тизимнинг барқарорлиги

Банкнинг регулятив капиталининг таваккалчиликка асосланган активларга нисбати: таваккалчиликка асосланган банк активларининг фоизлари. Натижалар қуйидагича талқин қилинади:

1.00	Мамлакатнинг банк тизими (умумий) регулятив капиталга эга бўлиб, таваккалчиликка асосланган активларнинг 10 фоизидан ошади.
0.00	Мамлакат ушбу стандартга мос келмайди.

- Фонд бозори капиталлашувининг ЯИМга нисбати: ўзгарувчи Буюк Британиянинг бозор капиталлашуви коэффиценти билан ўлчанади (яъни, Буюк Британиянинг коэффиценти = 1).
- Хусусий облигациялар бозори капиталлашувининг ЯИМга нисбати: ўзгарувчи Буюк Британиянинг хусусий облигациялар бозорининг капиталлашув коэффиценти билан ўлчанади (яъни, Буюк Британиянинг коэффиценти = 1).
- Фонд бозори айланмаси коэффиценти: ўзгарувчи Буюк Британиянинг фонд бозори айланмаси коэффиценти билан ўлчанади (яъни, Буюк Британиянинг коэффиценти = 1).

Валюта номутаносиблиги: маҳаллий банклар дуч келадиган валюталарнинг номутаносиблиги даражасини кўриб чиқади. Натижалар қуйидагича талқин қилинади:

1.00	Ҳеч қандай номутаносиблик йўқ ёки паст даражадаги номутаносиблик
0.50	Ўртача даражадаги номутаносиблик
0.00	Юқори даражадаги номутаносиблик

- Облигацияларни сўндириш муддати: фаол савдога қўйилган облигацияларнинг максимал муддати (йилларда) кўриб чиқилади ва 30 га бўлинади. Шундай қилиб, фаол савдога қўйилган 30 йиллик облигацияларга эга бўлган мамлакатга ушбу ўзгарувчи 1 қийматда берилади.

Институционал мустақиллик

- Фискал мажбуриятлар: Марказий банкларнинг давлат бюджети тақчиллигини молиялаштириш бўйича аниқ мажбуриятлари бор-йўқлиги кўриб чиқилади. Натижалар қуйидагича талқин қилинади:

1.00	Йўқ
0.00	Бор

- Операцион мустақиллик: Марказий банк тўлиқ "инструмент танлаш мустақиллиги" га эга ёки йўқлиги, унга пул-кредит сиёсати инструментларини танлаш бўйича ягона жавобгарлик берилиши кўриб чиқилади. Натижалар қуйидагича талқин қилинади:

1.00	Ҳа
0.00	Йўқ

- Марказий банкнинг қонуний мақсади: инфляцияга йўналтирилган ҳуқуқий мақсаднинг мавжудлиги кўриб чиқилади. Натижалар қуйидагича талқин қилинади:

1.00	Инфляция ягона расмий мақсад ҳисобланади.
0.50	Бошқа мақсадлар кўрсатилган, аммо инфляция устувор аҳамиятга эга.
0.00	Бошқа мақсадлар ҳам инфляция мақсади сифатида муҳимдир.

- Раиснинг ваколат кафолати: Марказий банк раисини ким тайинлаши ва унинг лавозим муддати каби саволларга жавоблар кўриб чиқилади.
- Ялпи ички маҳсулотга нисбатан фискал баланс: бирламчи фискал баланснинг ЯИМга нисбатини ҳисобга олган ҳолда, фискал тақчилликни молиялаштириш учун босим мавжудлигини ёки йўқлигини кўрсатадиган ўзгарувчи яратилди. Ушбу нисбат мантиқий трансформация ёрдамида 0 дан 1 гача бўлган баллга айлантирилади, агар бюджет баланси нолдан юқори ёки тенг бўлса, 1 ва бюджет тақчиллиги ЯИМнинг 3 фоизидан юқори бўлса, 0 қиймат берилади.

- Давлат қарзининг ялпи ички маҳсулотга нисбати: давлат қарзининг ЯИМга нисбати ёрдамида 1 минус қарзининг ЯИМга нисбатига тенг ўзгарувчи яратилди. Шундай қилиб, давлат қарзига эга бўлмаган мамлакатга 1 қиймати, қарзининг ЯИМга нисбати 100 фоизга тенг ёки ундан юқори бўлган мамлакатга 0 қиймати берилади.
- Марказий банк мустақиллиги: Марказий банк мустақиллигининг "умумий" ўлчови (сиёсий ва иқтисодий ўртача). 1 қиймати тўлиқ мустақилликни, 0 га яқин қийматлар еса мустақиллик даражасининг пастлигини кўрсатади.

Иқтисодий тузилиш

- Валюта курсининг таъсири: валюта курсининг инфляцияга таъсир даражаси кўриб чиқилади. Натижалар қуйидагича талқин қилинади

1.00	Ҳеч қандай таъсир йўқ
0.50	Ўртача таъсир
0.00	Юқори даражадаги таъсир

- Хомашё нархларига таъсирчанлик: инфляциянинг хомашё нархлари ўзгаришига нисбатан таъсирчанлик даражаси кўриб чиқилади. Натижалар қуйидагича талқин қилинади:

1.00	Таъсирчан эмас
0.50	Таъсирчан
0.00	Жуда таъсирчан

- Долларизация даражаси: депозитларнинг долларлашув даражаси кўриб чиқилади. Натижалар қуйидагича талқин қилинади:

1.00	Доллардаги депозитларнинг улуши 50 фоиз ёки ундан юқори.
------	--

0.50	Доллардаги депозитларнинг улуши 10-50 фоизни ташкил этди.
0.00	Доллардаги депозитларнинг улуши 10 фоиздан кам.

- Савдонинг очиқлиги: экспорт ва импортнинг йиғиндисининг ЯИМга нисбати орқали ҳисобланади. Кейин бу нисбат Сингапур коэффициенти билан ўлчанади (ялпи ички маҳсулотга нисбатан энг катта савдо улушига эга бўлган иқтисодиёт) ва 1 дан айриб ташланади, натижада тўлиқ автаркия ҳолатида индекс 1 га тенг ва Сингапур билан таққосланадиган савдо очиқлик даражаси бўлган иқтисодиёт учун 0 га тенг.



PUBLICATIONS

Тадқиқот иши