

ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ
ИҚТИСОДИЁТ ВАЗИРЛИГИ
ҲУЗУРИДАГИ ПРОГНОЗЛАШТИРИШ
ВА МАКРОИҚТИСОДИЙ
ТАДҚИҚОТЛАР ИНСТИТУТИ

ЗАФАР БЕРДИНАЗАРОВ

ВАЛЮТА СИЁСАТИ
МЕТОДОЛОГИЯСИНИ
ТАКОМИЛЛАШТИРИШНИНГ
НАЗАРИЙ ВА АМАЛИЙ
АСОСЛАРИ



Сапардан
Завраи университетинг
Доктор таъбиркорна ва
негизинда институтининг
куни бохона учун сова.

Мухаммадгаит,


11.04.2024.

ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ ИҚТИСОДИЁТ ВАЗИРЛИГИ
ХУЗУРИДАГИ ПРОГНОЗЛАШТИРИШ ВА МАКРОИҚТИСОДИЙ
ТАДҚИҚОТЛАР ИНСТИТУТИ

БЕРДИНАЗАРОВ ЗАФАР УЛАШОВИЧ

ВАЛЮТА СИЁСАТИ МЕТОДОЛОГИЯСИНИ
ТАКОМИЛЛАШТИРИШНИНГ НАЗАРИЙ ВА АМАЛИЙ
АСОСЛАРИ

Тошкент
«Инновацион ривожланиш нашриёт-матбаа уйи»
2018 йил

IK

УЎК 339.74(575.1)
КБК 65.262(5Ў)
Б 56

Валюта сиёсати методологиясини такомиллаштиришнинг назарий ва амалий асослари. Монография / З.У.Бердиназаров. –Т.: «Иновацион ривожланиш нашриёт-матбаа уйи», 2018. – 254 б.

Илмий маслаҳатчи: и.ф.д., проф. О.О.Олимжонов

Расмий тақризчилар: и.ф.д., проф. Т.С.Маликов
и.ф.н., проф. Т.М.Қоралиев

Ушбу монографияда Ўзбекистон Республикаси валюта сиёсати методологиясининг илмий-назарий ва амалий асослари тадқиқ этилган. Тадқиқот жараёнида бир қатор ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларнинг валюта сиёсати методологиясини такомиллаштириш борасидаги тажрибалари таҳлил қилинган, умумлаштирилган ҳамда улардан Ўзбекистон шароитида фойдаланиш юзасидан илмий-амалий хулосалар шакллантирилган.

Монографияда мамлакат валюта сиёсати методологиясини такомиллаштириш билан боғлиқ бўлган долзарб муаммоларнинг моҳияти очиқ берилган ва уларни ҳал қилиш юзасидан илмий-амалий тақлифлар ва тавсиялар ишлаб чиқилган.

Монографияда муаллифнинг Ўзбекистон Республикаси валюта сиёсати методологиясини иктисодий ривожланишнинг янги босқичи талабларига мос равишда такомиллаштириш бўйича ишлаб чиққан илмий асослари ўз ифодасини топган.

Монография банк-молия ва макроиктисодиёт тизими мутахассислари ҳамда шу йўналишда илмий тадқиқот олиб бораётган барча изланувчилар тоифасига тавсия этилади.

Монография Ўзбекистон Республикаси Иқтисодиёт вазирлиги ҳузуридаги Прогнозлаштириш ва макроиктисодий тадқиқотлар институти илмий семинар кенгашининг 2018 йил 19 октябрдаги 8а-сонли қарори билан нашрга тавсия этилган.

ISBN 978-9943-5573-2-1

© Иновацион ривожланиш нашриёт-матбаа уйи, 2018.

МУНДАРИЖА:

Кириш	4
І БОБ. ВАЛЮТА СИЁСАТИ МЕТОДОЛОГИЯСИНING НАЗАРИЙ ВА ҲУКУҚИЙ АСОСЛАРИ	7
1.1-§. Валюта сиёсати методологиясининг назарий асослари	7
1.2-§. Валюта сиёсати ва макроиктисодиёт ўртасидаги алоқадорликнинг назарий жиҳатлари	19
1.3-§. Ўзбекистон шароитида валюта сиёсатининг макроиктисодиёт билан алоқадорлиги	32
1.4-§. Валюта сиёсати методологиясининг ҳуқуқий асослари	45
Биринчи боб бўйича хулосалар	57
II БОБ. ВАЛЮТА КУРСИ РЕЖИМЛАРИ ВА ВАЛЮТА КУРСИ МОДЕЛЛАРИДАН ФОЙДАЛАНИШНИНГ ХАЛҚАРО ТАЖРИБАСИ	61
2.1-§. Валюта курси режимлари, ривожланиш босқичлари ва улардан фойдаланишнинг халқаро тажрибаси	61
2.2-§. Ўзбекистон валюта курси режимининг жорий ҳолати таҳлили	70
2.3-§. Валюта курси моделлари ва улардан Ўзбекистон шароитида фойдаланиш масалалари	77
Иккинчи боб бўйича хулосалар	94
III БОБ. ДЕВИЗ СИЁСАТИ ВОСИТАЛАРИНИНГ МАКРОИҚТИСОДИЙ КЎРСАТКИЧЛАР САМАРАДОРЛИГИГА ТАЪСИРИ	97
3.1-§. Девальвация воситасининг макроиктисодий кўрсаткичлар самарадорлигига таъсири	97
3.2-§. Девальвация воситасининг монетар кўрсаткичлар самарадорлигига таъсири ва муаммолари	113
3.3-§. Интервенция воситасининг миллий валюта курси барқарорлигига таъсири ва уни такомиллаштириш масалалари	127
Учинчи боб бўйича хулосалар	134
IV БОБ. ВАЛЮТА СИЁСАТИ МЕТОДОЛОГИЯСINI ТАКОМИЛЛАШТИРИШДА ВАЛЮТА КУРСINI ЭКОНОМЕТРИК БАҲОЛАШ, ДИСКОНТ СИЁСАТИ ВА ИНФЛЯЦИЯНИ ТАРГЕТЛАШ РЕЖИМЛАРИНИ ҚЎЛЛАШ ИСТИҚБОЛЛАРИ	138
4.1-§. Валюта курси тебранишларини ARCH ва GARCH онласи моделлари орқали баҳолаш	138
4.2-§. Дисконт сиёсатидан фойдаланишнинг халқаро тажрибаси ва ундан Ўзбекистон шароитида фойдаланиш масалалари	153
4.3-§. Инфляцияни таргетлаш режимининг халқаро тажрибаси ва ундан Марказий банк амалиётида фойдаланиш истиқболлари	167
Тўртинчи боб бўйича хулосалар	178
Хулоса	181
Фойдаланилган адабиётлар	187
Иловалар	213

DENOV TADBIRKORLIK
VA PEDAGOGIKA
INSTITUTI ARM
№ 25152

КИРИШ

Халқаро Валюта Фонди томонидан ҳар йили унга аъзо бўлган мамлакатларнинг валюта сиёсатида амалга оширилаётган ислохотлар ва ўзгаришларга оид ҳисобот эълон қилиб борилади. Хусусан, мазкур ҳисоботнинг 2017 йилдаги маълумотларига кўра, фондга аъзо мамлакатларнинг 12,5 фоизи ўз валюта курси режимини катъий боғлиқликдаги гуруҳ таснифларида, 42,2 фоизи юмшоқ боғлиқликдаги таснифларида, 39,5 фоизи сузувчи валюта курси режими таснифларида, 9,4 фоизи эса бошқа боғлиқликдаги валюта курси режими таснифларида олиб бораётганлиги кўрсатиб ўтилган¹. Ўзбекистон Республикасининг валюта курси режими юмшоқ боғлиқликдаги валюта курси режимининг «Тебранувчанга ўхшаш» (Crawling-like arrangement) таснифида баҳоланган. 2008 йил 30 апрелгача бўлган даврда мазкур валюта курси режими «Тебранувчан» (Crawling peg) таснифида бўлган эди².

Мамлакатлар томонидан танланган валюта курси режими улар валюта сиёсатининг мақсад ва вазифаларини, устувор йўналишларини ҳамда уларни амалга оширишнинг восита ва механизмларини белгилаб беришга хизмат қилади. Шу билан бирга танланган валюта курси режими мамлакатлар ўртасида халқаро иқтисодий алоқаларнинг барқарор ривожланишига, халқаро молия бозорига самарали интеграциялашишга, халқаро валюта-кредит муносабатларининг такомиллашишига, давлатлар ўртасидаги капиталлар ҳаракатининг, шу жумладан, инсон капиталининг фаол алмашинувишига ҳамда молиявий ресурсларнинг самарали тақсимланишига ўз таъсирини кўрсатмасдан қолмайди. Шунингдек, оқилона танланган валюта курси режими валюта курсини шакллантириш ва унинг барқарорлигини таъминлашда муҳим омиллардан бири ҳисобланади.

Ўзбекистон Республикасини 2017-2021 йилларда ривожлантириш бўйича қабул қилинган Ҳаракатлар стратегиясининг «иқтисодий мутаносибликни сақлаш, қабул ва либераллаштириш» ҳамда «макроиқтисодий муносабатларни таркибий ва институционал қилинган ўрта муддатли дастурлар асосида ялпи ички маҳсулотнинг барқарор ўзгаришларни чуқурлаштириш ҳисобига ялпи ички маҳсулотнинг барқарор юқори ўсиш суръатларини таъминлаш»³ бўйича белгиланган устувор йўналишларда янги технология ва методология ёндашувларни ишлаб чиқиш, жорий қилиш ва улардан самарали фойдаланиш борасида илғор хорижий давлатлар тажрибаларини чуқур ўрганиш орқали иқтисодийда комплекс ислохотларни, шу жумладан банк тизими соҳасида ҳам тубдан ислохотлар амалга оширилишини долзарб вазифалардан қилиб белгилади.

¹ International Monetary Fund, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington, October 2017, p. 8.

² Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. IMF, Washington D.C., October 2012, p. 14.

³ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги ПФ-4947-сонли Фармони.

Мамлакатимиз Президенти Ш.Мирзиёевнинг 2017 йил 2 сентябрдаги «Валюта сиёсатини либераллаштириш бўйича биринчи навбатдаги чора-тадбирлар тўғрисида»ги ПФ-5177-сонли Фармонида таъкидлаб ўтилганидек, ўтган даврлар давомида валюта муомаласи соҳасининг ҳаддан зиёд маъмурий тартибга солиниши алоҳида тармоқлар ва хўжалик юритувчи субъектлар учун имтиёз ва преференцияларнинг асосиз равишда кам самарали бўлган тизимини шакллантиришга, бизнес юретишда тенг бўлмаган шарт-шароитларнинг вужудга келишига ва рақобатнинг бозор тамойилларининг бузилишига, хорижий инвестицияларни жалб қилишда, товарлар ва хизматлар экспортини оширишда, умуман, мамлакатимиз иқтисодий ривожланишида тўсқинлик қилувчи омилга айланганди. Ушбу омилларнинг мамлакат раҳбари томонидан алоҳида эътироф этилиши ушбу йўналишда катор муаммоларнинг, жумладан, валюта сиёсатини либераллаштиришнинг узок муддатли концептуал асосларининг ишлаб чиқилмаганлиги, валюта сиёсати ҳуқуқий асосларининг такомиллашмаганлиги, пул-кредит ва валюта сиёсати восита ва механизмларининг ўзаро самарали мувофиқлаштирилмаганлиги, валюта бозори инфраструктурасининг такомиллаштирилмаганлиги, валюта курсини шакллантириш ва прогноз қилиш методологияси асосларининг такомиллашмаганлиги, фонд бозори инструментларининг валюта курси барқарорлигига таъсирининг такомиллашмаганлиги каби тизимли муаммоларнинг мавжудлигидан дарак беради.

Бундан ташқари, валюта сиёсати методологияси амалиётини такомиллаштириш республикамиз олимлари томонидан алоҳида илмий тадқиқот объекти сифатида ўрганилмаган.

Шуни таъкидлаш жоизки, валюта сиёсати методологиясининг айрим йўналишларига бағишланган илмий-тадқиқотлар жаҳондаги етакчи халқаро молия ташкилотлари, институтлар, банклар, илмий-тадқиқот марказлари ва олий таълим муассасалари томонидан, жумладан, Халқаро Валюта Фонди (International Monetary Fund), Жаҳон Банки (World Bank), Осиё Тараққиёт Банки (Asian Development Bank), Европа Тикланиш ва Тараққиёт Банки (European Bank for Reconstruction and Development), АҚШ Федерал Захира Банки (US Federal Reserve Bank), Европа Марказий Банки (European Central Bank), Англия Марказий Банки (Bank of England), Канада Марказий банки (Bank of Canada), Швейцария Миллий банки (Swiss National Bank), Япония Марказий банки (Bank of Japan), Хитой Марказий банки (Bank of China), Корея Марказий банки (Bank of Korea), Сингапур Марказий банки (Bank of Singapore), Россия Федерацияси Марказий банки (Central Bank of the Russian Federation), Қозоғистон Миллий банки (National bank of Kazakhstan), Гарвард университети (Harvard University, АҚШ), Калифорния университети (University of California), Принстон университети (Princeton University, АҚШ) Чикаго университети (University of Chicago, АҚШ), Стэнфорд университети (Stanford University, АҚШ), МакГил университети (McGill University, Канада), Фордхам университети (Fordham University), Массачусет технология институтини (Massachusetts Institute of Technology, АҚШ), Австралия миллий

университети (Australian National University), Дук университети (Duke University, Дания), Иқтисодий тадқиқотлар миллий бюроси (National Bureau of Economic Research, АКШ), Буюк Британия), Иқтисодиёт, савдо ва саноат тадқиқотлари институти (Research Institute of Economy, Trade and Industry, Япония), Россия Федерацияси ҳукумати ҳузуридаги Молия университети (Финансовый университет при правительстве Российской Федерации, Россия), Санкт-Петербург давлат университети (Санкт-Петербургский государственный университет, Россия) каби муассасалар томонидан олиб борилган.

Хулоса қилиб айтганда, республикамызда валюта сиёсати методологиясини такомиллаштиришнинг зарурлиги ва мазкур мавзунинг республикамыз олимлари томонидан алоҳида илмий-тадқиқот объекти сифатида ўрганилмаганлиги ушбу масалани алоҳида илмий-тадқиқот объекти сифатида ўрганиш заруриятини юзага келтирди.

Монографиянинг биринчи бобида валюта сиёсати методологиясининг назарий-услубий ва ҳуқуқий асослари, валюта сиёсати ва макроиктисодиёт мисолидаги ҳолати, валюта курси канали трансмиссия механизми ҳамда унинг пул-кредит сиёсати воситалари режими билан ўзаро мувофиқлаштириш методологияларининг таҳлиллари амалга оширилган ва унга оид муаллифнинг тақлифлари ишлаб чиқилган.

Монографиянинг иккинчи бобида валюта курси режимларининг назарияси, уларнинг ривожланиш босқичлари, мақбул валюта курси режимини танлаш бўйича етакчи иқтисодчиларнинг қарашлари, Ўзбекистон валюта курси режими ва унинг жорий ҳолати таҳлили, ундаги муаммо ва камчиликлар, валюта курсини шакллантириш моделлари ва улардан пул-кредит сиёсатини мувофиқлаштиришда фойдаланиш каби масалалар атрофида таҳлил қилиниб, тегишли хулосалар шакллантирилган.

Монографиянинг учинчи бобида валюта сиёсатининг муҳим таркибий қисмлари ҳисобланган девиз ва интервенция воситаларининг айрим макроиктисодий ва монетар кўрсаткичларга бўлган жорий ҳолат таъсири таҳлил қилинган ва баҳоланган. Шунингдек, девальвация таъсирида валюта курсини ўрта муддатли истикболда прогнозлаштиришнинг методологик ёндашувлари, уларнинг сценарий вариантлари, валюта курсини эркинлаштириш шароитида интервенция воситасидан самарали фойдаланиш бўйича халқаро тажрибалар тадқиқ этилган ҳамда тегишли амалий тақлифлар ишлаб чиқилган.

Монографиянинг тўртинчи бобида валюта курси тебранишларини эконометрик моделлаштириш, баҳолаш ва прогнозлаштириш, дисконт сиёсати ва инфляцияон таргетлаш режимининг халқаро тажрибалари ва улардан Ўзбекистон шароитида фойдаланиш масалалари тадқиқ этилган.

I БОБ. ВАЛЮТА СИЁСАТИ МЕТОДОЛОГИЯСИНИНГ НАЗАРИЙ ВА ҲУҚУҚИЙ АСОСЛАРИ

1.1-§. Валюта сиёсати методологиясининг назарий асослари

2017 йилда бошланган иқтисодиётни янада либераллаштириш ва бозор механизмлари ролини оширишга қаратилган иқтисодий ислохотларнинг янги босқичи ўрта ва узок муддатли истикболда банк тизими ва пул-кредит сиёсатини, шу жумладан валюта сиёсатини ривожлантиришнинг устувор йўналишларини белгилаб берди.

Ушбу йўналишдаги муҳим қарорлардан бири⁴ 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 тамомла янгича ёндашувлардан фойдаланиш пировард натижада Марказий банкнинг асосий эътиборини ички бозордаги нархлар барқарорлигига қаратиш асносида пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш имкониятини беради.

Айни вақтда валюта бозорини либераллаштириш борасидаги ислохотларнинг мувафакқияти кўп жиҳатдан пул-кредит ва валюта сиёсатини такомиллаштириш, тижорат банклари фаолиятини мустаҳкамлаш ҳамда банк тизимини ривожлантириш чоралари самарадорлиги билан чамбарчас боғлиқдир. Ушбу ислохотларнинг самарадорлиги ва шаффофлигини тўлақонли равишда юзага чиқариш, банк тизимини жаҳон банк-молия тизимига муваффақиятли равишда интеграциялаш, пул-кредит ва валюта сиёсати инструментларининг иш принципларини бозор механизмлари асосида ташкил этиш ҳамда амалга ошириш бошқа омиллар билан бир қаторда, валюта сиёсати методологиясининг такомиллаштирилган тизимига ҳам боғлиқдир.

Валюта сиёсати методологияси ўз мазмун ва моҳиятига кўра, кенг қамровли тушунча бўлиб, у ўз ичига пул-кредит ва валюта сиёсатининг мақсад ва вазифаларини, функция ва тамойилларини, иқтисодиётга таъсир этиш восита ва механизмларини ҳамда ушбу восита ва механизмларнинг макроиктисодиётни тартига солишдаги тизим муносабатларини камраб олади.

Мазкур тизим муносабатларининг макроиктисодиётга таъсирини икки қисмга бўлиб қараш мумкин. Биринчи қисм бу макро даражадаги тизим муносабатлари бўлиб, у ўз ичига валюта сиёсатининг рағбатлантирувчи ва мувофиқлаштирувчи асосларини, жумладан ташқи иқтисодий алоқаларни рағбатлантириш, қўллаб-қувватлаш ва ривожлантириш, чет эл инвестициялари самарадорлигини ошириш, мамлакатда мақбул инвестиция муҳитини яратиш, миллий бойлик ва ялпи жамғармани кўпайтириш каби рағбатлантирувчи ва мувофиқлаштирувчи асослардан иборат комплекс чора-тадбирлар тизимини камраб олади.

⁴ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 2 сентябрдаги «Валюта сиёсатини либераллаштириш бўйича биринчи навбатдаги чора-тадбирлар тўғрисида»ги ПФ-5177-сонли Фармони.

Иккинчи қисм микро даражадаги тизим муносабатлари ҳисобланиб, унда уй хўжаликлари, кичик бизнес ва хусусий тадбиркорлик субъектларининг турли соҳа ва йўналишлардаги иқтисодий-ҳуқуқий манфаатларини тўлақонли рўёбга чиқариш, химоя қилиш, рағбатлантириш ва қўллаб-қувватлаш каби тизимли чора-тадбирлар мажмуидан иборат.

Валюта сиёсати методологиясининг самарали шаклланиши кўп жиҳатдан унинг таркибий элементлари, инструментлари, восита ва механизмлари ҳисобланган валюта курси режими, валюта курси, валюта интервенцияси, валюта чекловлари, девальвация, ревальвация, диверсификация, валюта бозори инфратузилмаси, валюта операциялари каби элемент ва инструментларнинг бозор механизмлари таъсирида шаклланиши ва ишлашига боғлиқдир. Шунингдек, методологик асосларда ташки шок таъсирларининг (иктисодий-молиявий инкирозлар, мамлакатлар ўртасидаги ижтимоий-сиёсий келишмовчиликлар ва ҳок.) ҳамда ноаниқликларнинг (ёлғон ахборот ва сохта маълумотлар асосида қабул қилинган қарорлар ва уларнинг оқибатлари таъсирида юз берадиган ўзгаришлар, ташки бозор конъюктурасининг таъсири ва ҳок.) ўрни ва аҳамиятига алоҳида эътибор қаратиш лозим.

Иқтисодий адабиётларда айнан валюта сиёсати методологиясининг мазмун ва моҳиятини очиб берувчи илмий тушунча ва қарашлар жуда кам учрайди. Кўпчилик олимлар ва иқтисодчилар уни ўрганишда асосан валюта курси сиёсати (exchange rate policy) ва валюта курси режимларининг таъсири нуктаи назаридан ёндашдилар. Хусусан, хорижий иқтисодчи олимлар Г.Альмекиндерс, А.Арисен, А.Бабула, Д.Билсон, М.Виплош, А.Гринспен, А.Гулде, Р.Дорнбуш, И.Ишияма, А.Изе, Г.Калво, Б.Кенен, М.Корден, П.Кругман, Н.Христофер, Д.Лонгворд, Р.Лукас, Р.Манделл, П.Масон, М.Мусса, Ф.Махлуп, М.Монтес, Ф.Мишкин, Г.Поирсон, К.Рейнхарт, К.Рогофф, Д.Радов, Т.Свон, Л.Свенссон, А.Стокман, Б.Улин, С.Фишер, М.Флеминг, М.Фридман, Я.Френкель, А.Хаманн, С.Эдварде ва бошқалар⁵ ўзларининг илмий излаишларида валюта курси

⁵ Almekinders G. Foreign Exchange Intervention: Theory and Evidence. Edward Elgar Pub. 1995 - p. 225; Aisen A. Money-Based Versus Exchange-Rate-Based Stabilization: Is There Space for Political Opportunism? IMF WP/04/94, 2004 p. 1-35; Babula A., Otker-Robe I. The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from de-facto policies. IMF WP/02/155, 2002 -p.45; Ishiyama Y. The theory of Optimum Currency Areas: A Survey. IMF 343.; Christopher J.Neely. A Foreign Exchange Intervention in an Era of Restraint. Federal Reserve Bank of St.Louis Review. September/October 2011. pp. 303-324.; Reinhart C., Rogoff K. The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation / NBER Working Paper 8963. - Cambridge, Mass., 2002. - 104 p.; Rogoff K., cfl. Exchange rate volatility and productivity growth: the role of financial development. NBER, 2006; Corden M. Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes. Cambridge, 2004; Calvo G., Reinhart C. Fear of floating. National Bureau of Economic Research, USA, 2000; Fischer S. Exchange Rate Regimes: Is the framework for monetary analysis. New York 1971, p.49; Edwards S., Yeyati E.L. Flexible exchange rates as stock absorbers. NBER, USA, 2003; Hamann A.J. Exchange-rate-based stabilization: a critical look at the stylized facts. IMF, 2001; Ize A., Parrado E. Dollarization, monetary policy, and the pass-through. IMF, 2002; Krugman P. Currency crises. University of Chicago press, 2000; Masson P.R. Monetary and exchange rate policy of transitional economies of Central and Eastern Europe after the launch of EMU. IMF Policy discussion paper, 1999; Montes M. The currency crisis in South Asia. Singapore «Institute of Southeast Asia studies» 1998; Poirson H. How do countries choose their exchange rate regime? IMF, 2001; Mundell R. A. The European monetary system 50 years

сиёсатининг мамлакат макроиктисодий ҳолатига, жумладан иқтисодий ўсишга, инвестицияларга, ташки иқтисодий алоқаларга, тўлов балансига, ташки қарздорликка ва бошқа муҳим йўналишларга таъсирини тадқиқ қилишга ҳаракат қилганлар.

Жумладан, Австриялик етук иқтисодчи олим F.Machlup⁶ ўзининг «Валюта курси назарияси» деб номланган илмий тадқиқот ишида валюта бозорида талаб ва таклиф мувозанати, унга таъсир этувчи омиллар, экспорт ва импорт эластиклиги, капиталлар ҳаракати ва трансфертлар, олтин стандарт тизими, унинг сабаб ва оқибатлари, хусусий сектор фаолиятининг валюта бозорига таъсири, валюта арбитражи каби фундаментал масалаларни чуқур ва атрофлича очиб берган.

Австралиялик иқтисодчи олим T.Swan⁷ ўзининг «Свон модели» деб эътироф этилган тадқиқот ишида валюта курси сиёсати ва макроиктисодий мувозанат масалаларининг фундаментал асосларини тадқиқ этган ва Австралия иқтисодиёт мактабининг халқаро микёсда эътироф этилишига сабаб бўлган.

Иқтисодчи олимлар R.Mundell ҳамда M.Flemingлар ўзларининг «Манделл-Флеминг» моделида⁸ ҳам валюта курси сиёсатининг макроиктисодиётга таъсирини фундаментал тадқиқ этганлар. Муаллифлар ушбу моделда T.Swандан фарқли ўларок валюта курси сиёсатини очик иқтисодиёт ва турли валюта курси режимлари нуктаи назаридан ўрганганлар. Шунингдек, R.Mundell томонидан мамлакатлар ўртасида кучли иқтисодий интеграциянинг мавжуд бўлиши шароитида ягона валюта сиёсатини юритиш ушбу ҳудуд мамлакатлари учун энг оптимал танлов ҳисобланиши борасида ўзининг «оптимал валюта ҳудудлари» деб номланган назариясини асослаб беришга муваффақ бўлган⁹.

Шу билан бирга валюта сиёсати ва валюта муносабатларининг назарий-услубий асосларини, унинг восита ва механизмларини, иқтисодиётга таъсир чораларини ҳамда халқаро валюта муносабатлари билан боғлиқ илмий-назарий қарашлар бир қатор Мустақил Давлатлар Ҳамдўстлиги мамлакатларининг иқтисодчи олимлари томонидан, хусусан, Л.Абалкин, В.Антонов, А.Белоусов, С.Борисов, В.Бурлачков, Ю.Голикова, М.Грачева, А.Грязнова, М.Давтян, С.Дробышевский, М.Ершов, А.Илларионов, Л.Красавина, В.Крашенников, В.Колесникова, О.Лаврушин, С.Монсеев,

after Bretton Woods: a comparison between two systems. Columbia University, 1994; Money, capital mobility and trade: essays in honor of Robert A. Mundell /edited by Guillermo A.Calvo, Rudi Dornbusch and Maurice Obstfeld.- Cambridge Massachusetts Institute of Technology, 2001. - 532 p.

⁶ Фриш Махлуп. Теория валютного курса. Этот изменчивый обменный курс. Сборник статей. Пер. с англ. - Москва: Дело, 2001. стр. 28-30.

⁷ Swan T.W. Economic growth and capital accumulation. Economic Record (Wiley) 32 (2). 1956. pp. 334-361; Peter L. Swan. Trevor Winchester Swan AOANU Inaugural Trevor Swan Distinguished Lecture. 23rd of May 2006;

⁸ Mundell R. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. Canadian Journal of Economics and Political Science, vol. 29, 1963. pp. 475-485.; Fleming J. Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. International Monetary Fund Staff Papers 9, 1962. pp. 369-79.

⁹ Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas. The American Economic Review, Vol. 51, No. 4 (Sep., 1961). pp. 657-665 (<http://www.jstor.org/stable/1812792>).

А.Мовсесян, А.Наговицин, О.Прексин, Н.Платонова, В.Рыбалкина, М.Романовский, О.Рублевская, Н.Самсонова, О.Семенюта, Л.Федякина, А.Холопов, А.Шмырева, Н.Щеголева, В.Чаплыгин ва бошқалар¹⁰ томонидан чуқур тадқиқ этилган.

Жумладан, иқтисодчи олим А.Наговицин валюта сиёсати ва валюта муносабатларининг назарий-услубий асосларини такомиллаштириш бўйича кенг камровли тадқиқотлар олиб бориб, унинг самардорлигини молиявий барқарорликни мустаҳкамлаш зарурияти билан боғлайди¹¹.

Иқтисодчилар Л.Красавина, А.Ачкасов, О.Прексин, В.Рыбалкина, М.Романовский, О.Рублевская, Н.Самсонова ва О.Семенюталар валюта сиёсатининг мазмун ва мохиятини очиб беришда халқаро валюта муносабатлари нуктаи назардан ёндашадилар.

Хусусан, Л.Красавина бу борада куйидаги фикрни билдиради: «Халқаро валюта муносабатлари – бу валютанинг жаҳон иқтисодиётида амал қилиши ва миллий иқтисодиёт натижаларини ўзаро айирбошлаш билан боғлиқ юзага келадиган жамиятлараро муносабатлардир»¹².

А.Ачкасов ва О.Прексинлар бу борада куйидагича фикрдалар: «Халқаро валюта ва кредит муносабатлари суверен мамлакатлар ўртасидаги ўзаро савдо, ишлаб чиқариш, фан-техника, сиёсат, маданият ва бошқа соҳаларда юз берадиган алоқаларнинг шаклланиши ва ривожланишини ифодаловчи комплекс муносабатлар тизимидир»¹³.

Иқтисодчилар М.Романовский ва О.Рублевскаялар ушбу тушунчага бўлган қарашлари эса куйидагича: «Ҳар бир мамлакат билан юз берадиган иқтисодий, сиёсий, маданий ва бошқа шаклдаги алоқалар, доимо ушбу алоқалар натижасида юзага келадиган товар, иш ва хизматлар ҳақини тўлаш ҳаракатларини юзага келтириб чиқаради. Мамлакатлар ўртасидаги пулиннинг

¹⁰ Абалкин Л. Денежная масса, совокупный спрос и золотовалютные резервы. «Деньги и кредит» №7, 2001; Антонов В. Мировая валютная система и международные расчеты. М.: «ТЕИС»– 2000, стр.10.; Борисов С. Валютная сфера тоже нуждается в реформе. Деньги и кредит №5, 2002; Бурлачков В. Современные проблемы теории валютного курса. Вопросы экономики №3.2002; Ершов М. Валютно-финансовый механизм в современном мире. –М.: Экономика, 2000. – 319 с.; Голникова Ю., и др. Особенности денежно-кредитной политики стран с переходной экономикой. Москва, «Юнити», 2005; Грязнова А.Г. (под редакцией) Денежно-кредитная политика: научные основы и практика. Москва, 2003; Давтян М. Макроэкономика. В 2-х частях. М.: АТиСО, 2004; Дробышевский С.М. и др. Сравнительный анализ денежно-кредитной политики переходных экономик. ИЭПП, Москва, 2003.; Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика в статистика. Москва, 2003; Мовсесян А. Международные валютно-финансовые и кредитные отношения. М.: Инфра-М, 2003.- 608с.; Платонова Н. Международные валютно-финансовые и кредитные отношения. М.: Финансы и статистика, 2000.; Холопов А.В. Макроэкономическая роль режима валютного курса. /Мировая экономика. №6 (45) 2015 стр.205-2015; Шмырева А. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. В 2-х частях. М.: 2003; Федякина Л. Мировые финансы. СПб.; Питер, - 2005. -560с.; Деньги, кредит, банки в Российской Федерации: Учебное пособие/Под ред. д.э.н., профессора Семенюты О.Г. РГЭА. Ростов-на-Дону, 2000.; Холопов А.В. Валютная политика. М.: Экзамен, 2000. -176 с.

¹¹ Наговицин В. Н. Валютная политика. М.: Экзамен, 2000. -176 с.

¹² Красавина Л.Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. М.: «Финансы и статистика» – 2000. стр. 31.

¹³ Ачкасов А.И., Прексин О.М. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. М.: «Финансы и статистика», 1988. стр. 3.

бундай ҳаракати ёки муомаласи валюта муносабатларининг мохиятини белгилаб беради»¹⁴.

Проф. О.Семенютанинг мулоҳазалари бўйича эса «Халқаро валюта муносабатлари – халқаро меҳнат тақсимотининг чуқурлашуви, мамлакатларнинг фойдали қазилма бойликлари билан турли даражада таъминланганлиги, табиий-иқлим шароитлари, фан ва техника тараққиёти ҳамда капитал жамғарилиши шароитида хўжалик алоқаларининг байналминиллашуви жараёндарини ифодалайди»¹⁵.

Юқоридаги иқтисодчиларнинг валюта сиёсати ва халқаро валюта муносабатлари тушунчасига оид билдирган назарий қарашлари айнан валюта сиёсати методологиясининг мазмун ва мохиятини очиб беришга қаратилмаган. Муаллифлар ушбу тушунчаларнинг мазмун ва мохиятини алоҳида-алоҳида ўрганиб, уларни яхлит методологик ёндашув нуктаи назаридан ўрганишмаган.

Ўзбекистонлик иқтисодчи олимлар томонидан ҳам валюта муносабатлари бўйича олиб борилаётган тадқиқотларда айнан валюта сиёсати методологияси тушунчаси билан боғлиқ илмий-назарий қарашлар мавжуд эмас. Улар томонидан валюта муносабатлари бўйича амалга оширилган тадқиқотларда валюта сиёсатининг айрим жиҳатларига асосий эътибор қаратилган.

Хусусан, проф. Т.Бобокулов ўзининг «Миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш: муаммолар ва ечимлар» деб номланган монографиясида валюта курси сиёсати ва у билан боғлиқ назарий жиҳатларга асосий эътиборни қаратган¹⁶.

Проф. Н.Жумаев «Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш» деб номланган монографиясида валюта муносабатларининг методологик жиҳатлари ва у билан боғлиқ назарий қарашларни ўрганган¹⁷.

Проф. Т.Расулов ўзининг «Валюта муносабатларининг назарий асослари» деб номланган монографиясида ҳам асосий эътибор валюта муносабатларининг назарий ва услубий жиҳатларига қаратилган¹⁸.

Доц. Ш.Ражаббаев ўзининг «Ўзбекистон валюта сиёсатининг хорижий инвестицияларни жалб этишга таъсири» мавзусидаги номзодлик диссертацияси авторефератида валюта сиёсати механизмининг назарий жиҳатларини ўрганган¹⁹.

¹⁴ Романовский М.В., Врублевская О.В. Финансы, денежное обращение и кредит. Учеб. М.: «Юрайт», 2001. стр. 448.

¹⁵ Семенюта О.Г. Деньги, кредит, банки в РФ. Учебное пособие. М.: «Контур», 1998. стр. 268.

¹⁶ Бобокулов Т.И. Миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш: муаммолар ва ечимлар. Т.: «Fan va texnologiya», 2007 й. 184 б.

¹⁷ Жумаев Н.Х. Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш. Т.: «Fan va texnologiya», 2007 й. 252 б.

¹⁸ Расулов Т.С. Валюта муносабатларининг назарий асослари. Т.: «Молия», 2007 й. 316 б.

¹⁹ Ражаббаев Ш.Р. Ўзбекистон валюта сиёсатининг хорижий инвестицияларни жалб этишга таъсири. Иқтисод фанлари номзоди илмий даражасини олиш учун тақдим этилган диссертация автореферати. Қўлёзма ҳуқуқида (УДК 336.743 (575.1). Тошкент, 2008 й. 20 б.

Доц. Э.Хошимов «Ўзбекистон Республикасида валюта бозорини эркинлаштириш йўллари» мавзусида олиб борган тадқиқот ишида валюта бозори тушунчасига оид назарий қарашларни тадқиқ этган²⁰.

Доц. Д.Ибрагимов «Дилинг операцияларини амалга оширишда валюта рискларини баҳолашни такомиллаштириш масалалари» мавзусида олиб борган номзодлик диссертацияси ишида валюта дилинг тушунчаси ва у билан боғлиқ назарий қарашларни тадқиқ этган²¹.

Юқоридаги маҳаллий иктисодчи олимлардан факат Н.Жумасвнинг илмий изланишларида валюта муносабатларини тартибга солишнинг методологик асослари тадқиқ этилган. Бунда муаллиф, айнан валюта сиёсати методологиясини эмас, балки кенг доирадаги валюта муносабатларини тартибга солишнинг методологик асосларига алоҳида эътибор қаратган. Бизнинг ишимизда эса айнан валюта сиёсати методологиясининг восита ва механизмларини такомиллаштиришга асосий эътибор қаратилган. Бошқа муаллифларнинг тадқиқотлари эса валюта муносабатларининг у ёки бу жиҳатларини (таркибий бўғинларини) ўрганишга бағишланган.

Бундан ташқари, валюта курси сиёсатининг айрим йўналишлари, жумладан, валюта рисклари ва уларни юзага келтирувчи омиллар, валюта операциялари ва халқаро валюта-кредит муносабатлари, девальвация сиёсатининг макронктисодий кўрсаткичларга таъсири, валюта курсини эркинлаштириш каби йўналишларда бир қатор иктисодчиларнинг, хусусан Ш.Абдуллаева, А.Бекмуродов, А.Ваҳобов, Б.Махмудов, Т.Маликов, О.Олимжонов, Н.Сирождидинов Н., Ш.Тошматов, Н.Хайдаров С.Чепель, Т.Қоралиев ва бошқаларнинг дарслик, ўқув қўлланма, монография ва илмий мақолалари кенг ёритилган²².

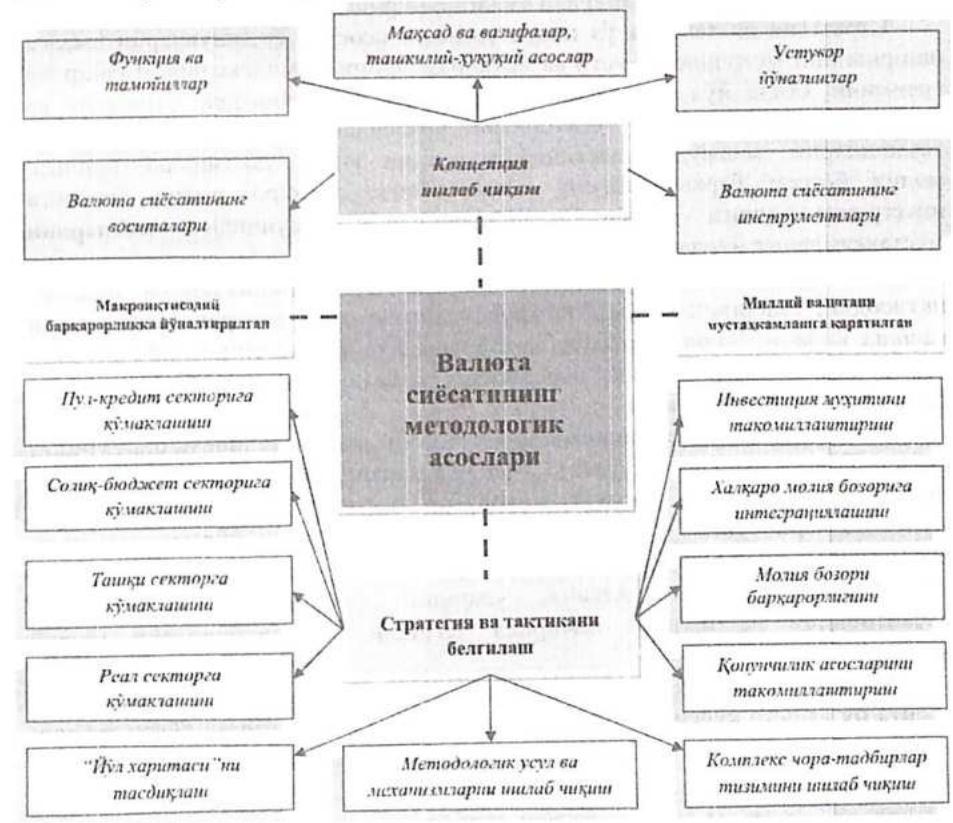
Юқорида қайд қилинган хорижий ва маҳаллий олимлар томонидан амалга оширилган илмий тадқиқотлар таҳлили шуни кўрсатмоқдаки, валюта сиёсати ёки муносабатларига бағишланган қўлаб масалалар аксарият ҳолларда унинг муайян назарий йўналишларини, хусусан, валюта курси, валюта бозори, валюта тизими, валюта муносабатлари, валюта операциялари каби йўналишларини тадқиқ этишга қаратилган. Шу боис тиз танлаган мавзу валюта сиёсати методологиясининг тўғридан-тўғри объектларига, яъни валюта курси режими, валюта курсининг шаклланиши, валюта сиёсати инструментлари, валюта сиёсатининг ташкилий, ҳуқуқий ва иктисодий

²⁰ Хошимов Э.И. Ўзбекистон Республикасида валюта бозорини эркинлаштириш йўллари. Иктисод фанлари номзоди илмий даражасини олиш учун тақдим этилган диссертация автореферати. Қўлёзма ҳуқуқида (УДК 336.741.242.1 (575.1). Тошкент, 2009 й. 23 б.
²¹ Ибрагимов Д.Р. Дилинг операцияларини амалга оширишда валюта рискларини баҳолашни такомиллаштириш масалалари. Иктисод фанлари номзоди илмий даражасини олиш учун тақдим этилган диссертация автореферати. Қўлёзма ҳуқуқида (УДК 336.76 (575.1). Тошкент, 2010 й. 25 б.
²² Абдуллаева Ш.З. Халқаро валюта кредит муносабатлари. Дарслик. Тошкент "Iqtisod-Moliya". 2005 й. 588 б.; Ваҳобов А.В., Худжова Н.К. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. В 2-х т. Ташкент: Университет, 2003. Том 1. С.53-76.; Сирождидинов Н. Муваффақиятли валюта либерализацияси учун комплекс ислохотлар зарур. URL: <http://www.ut.uz/oz/ekonomika/nishonboy-niroziddinov>. Сирождидинов Н. Валютная либерализация: как избежать прошлых ошибок? URL: <http://kommersant.uz/kejs/valyutnaya-liberalizatsiya/>. Чепель С.В. Либерализация валютного рынка в Узбекистане и перспективы укрепления потенциала экономического развития. URL: <http://www.uzbearingpoint.com/files/2/a13.pdf>

асосларини тадқиқ этишга қаратилганлиги билан бошқа тадқиқотлардан фарқланади ҳамда ўзининг долзарб мавзулардан бирига бағишланганлигини яққол намоён қилади.

Мана шулардан келиб чиққан ҳолда, биз валюта сиёсати методологиясининг тушунчасига ўз илмий таърифимизни беришни мақсадга мувофиқ деб топдик. Бизнинг фикримизча, валюта сиёсати методологияси - бу Марказий банк томонидан валюта сиёсатини ишлаб чиқиш ва уни амалга оширишда фойдаланиладиган барча ташкилий, ҳуқуқий, иктисодий ва сиёсий муносабатларнинг тартиб-қоидалари, усул ва воситалари ҳамда механизмларидир²³.

Юқоридаги фикр-мулоҳазалар ва ёндашувлардан келиб чиққан ҳолда валюта сиёсати методологиясининг назарий-услубий асосларини қуйидагича шакллантириш мумкин (1.1.1-расм).



1.1.1-расм. Валюта сиёсати методологиясининг назарий-услубий асослари²⁴

²³ Муаллиф ёндашуви.
²⁴ Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

Мазкур 1.1-расм маълумотларидан кўринадики, валюта сиёсати методологиясининг ташкил этувчи механизмлари ўзаро боғлиқликда ҳаракатланиб, унинг яхлит тизимини ифодалайди. Тизимнинг марказий асосини валюта сиёсати методологиясининг концепцияси ҳамда уни амалга оширишнинг стратегия ва тактикаси ташкил этади.

Концепция ўз ичига валюта сиёсати методологиясининг мақсад ва вазифаларини, функция ва тамойилларини, устувор йўналишларини, восита ва инструментларини ҳамда ташкилий-ҳуқуқий асосларини қамраб олган. Валюта сиёсати методологиясининг бош мақсади мамлакатда макроиктисодий барқарорликка эришиш ва миллий валютанинг харид қобилиятини мустаҳкамлаш ҳисобланади. Ушбу макроиктисодий барқарорликка эришиш ва миллий валюта харид қобилиятини мустаҳкамлаш концепцияда белгилаб берилган тизимли асос ва ёндашувларни стратегик ва тактик нуқтан назаридан самарали амалга ошириш ҳисобланади.

Стратегия ва тактика ўз ичига тизимли асос ва ёндашувларни амалга оширишнинг методологик усул ва механизмларини, комплекс чора-тадбирлар тизимини ҳамда йўл харитасини қамраб олади. Шунингдек, стратегия ва тактика макроиктисодий секторлари ўртасидаги мувозанатли ҳолатни таъминлашга, мавжуд инвестиция муҳитини янада такомиллаштиришга, молия бозори барқарорлигини таъминлашга, халқаро молия бозорига интеграциялашишга ҳамда шу йўналишдаги қонунчилик асосларини мустаҳкамлашга йўналтирилган бўлиши лозим.

Валюта сиёсати методологиясининг асосий функцияларини режали-иктисодий, ташкилий-ҳуқуқий, мувофиқлаштириш ва назорат функциялари ташкил қилади. Валюта сиёсати методологиясининг асосий тамойилларини эса мақсадликлик; яхлитлик; шаффофлик (очиклик) ва ҳисобдорлик каби тамойиллар ташкил қилади.

Валюта сиёсати методологиясининг асосий восита ва инструментларини қуйидагича тасвирлаш мумкин (1.2-расмга қarang). Ушбу асосий восита ва инструментлардан ўз вақтида, тўғри ва оқилона фойдаланиш валюта муносабатлари бўйича даврий ва нодаврий тавсифга эга бўлган муаммоли ҳолатларни, ноаниқликларни ҳамда қўлга олинган ўзгаришларни маълум даражада олдиндан аниқлашга, уларнинг салбий таъсир кўламини пайсатиришга ва шунинг замирида тегишли чора-тадбирларни ишлаб чиқишга кўмаклашади.

Мазкур валюта сиёсати методологияси воситалари орасида энг муҳим восита бу валюта курси режимидир²⁵. Валюта курси режимини тўғри танлаш

ва оқилона юритиш унинг кейинги элементларининг ҳаракат траекториясини самарали бошқаришда бош мезон ҳисобланади. Шу боис, валюта курси режимини мамлакатнинг иктисодий, ижтимоий ва сиёсий муносабатларида амалга оширилаётган ислохотларнинг даврий ва нодаврий хусусиятларини, уларнинг ривожланиш тенденцияларини, ташқи иктисодий конъюнктура, асосий савдо ҳамкор мамлакатларнинг танлаган валюта курси режими, ташқи сиёсий омиллар ва рисклар даражасини инобатга олган ҳолда танлаш мақсадга мувофиқдир.



1.2-расм. Валюта сиёсатининг восита ва инструментлари²⁶

Валюта сиёсати методологиясининг самарадорлиги кўп жиҳатдан валюта сиёсати инструментларининг бозор механизмлари таъсирида ишлашига боғлиқдир. Бунинг учун эса валюта бозори инфратузилмасини шундай шакллантириш керакки, унда валюта сиёсатининг восита ва инструментлари ўзини эркин ҳис этиши ва ташқи таъсирлардан (давлат аралашувидан) холи бўлиши лозим.

Валюта сиёсати методологиясини бойитувчи янги воситалардан бири бу коммуникация воситасидир. Регулатор томонидан валюта сиёсатини амалга

бозор курси ва яқинроқ бўлган курс) - Floating rate; 9) Эркин "сузувчи" курс режими (эркин бозор курси; одатда валюта интервенцияси зарур ҳолларда амалга оширилади ва бу 6 ойда Эмартдан ортқ бўлмаслиги лозим) - Free floating rate; 10) Бошқа бошқариладиган валюта курси режимлари (ўзгартришлар тез-тез амалга ошириладиган) - Other managed arrangement. Manba: International Monetary Fund. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington, D.C. - October 2014. pp. 68-71.

²⁶ Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

²⁵ 2009 йилдан бошлаб Халқаро Валюта Фонди томонидан валюта курси режимининг қуйидаги таснифий мезонлари амал қилади: 1) Мустақил (миллий) тўлов тизимига эга бўлмаган курс режими (расман иктисодийнинг расман долларлашуви) - Exchange arrangement with no separate legal tender; 2) Валюта бошқарува кенгаши курс режими - Currency board arrangement; 3) Катъий белгиланган курс режими - Conventional peg; 4) Горизонтал тавсифга эга юқори ва қуйи чегаралар таъсиридаги катъий белгиланган курс режими (+); - 1% паритетга нисбатан) - Pegged exchange rate within horizontal bands; 5) Барқарорлаштирилган курс режими (+); - 2% олти ой мобайнида) - Stabilized arrangement; 6) "Сирпанувчан" курс режими (мавсумий тўғривлашишга ўта мойиллик) - Crawling peg; 7) "Сирпанувчан" курс режими (мавсумий тўғривлашишга ўта мойиллик) - Staw-like arrangement; 8) "Сузувчи" курс режими (одатда (+); - 2% номинал курсга нисбатан тебранишда) - Staw-like arrangement; 8) "Сузувчи" курс режими (одатда

ошириш билан боғлиқ барча тизимли муносабатлар жараёни коммуникация воситаси орқали ривожлантириш зарурдир. Таъкидлаш ўринлики, шу пайтгача ушбу восита (канал) ўзининг таъсир самарасига эга эмас эди.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 9 январдаги «Ўзбекистон Республикаси Марказий банк фаолиятини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Фармонида асосан мазкур каналнинг таъсири валюта сиёсатининг муҳим элементи сифатида юзага чиқди. Эндиликда ушбу восита валюта сиёсати методологиясини мутлақо янги тизимга трансформациялашувини белгилаб бериши шарт.

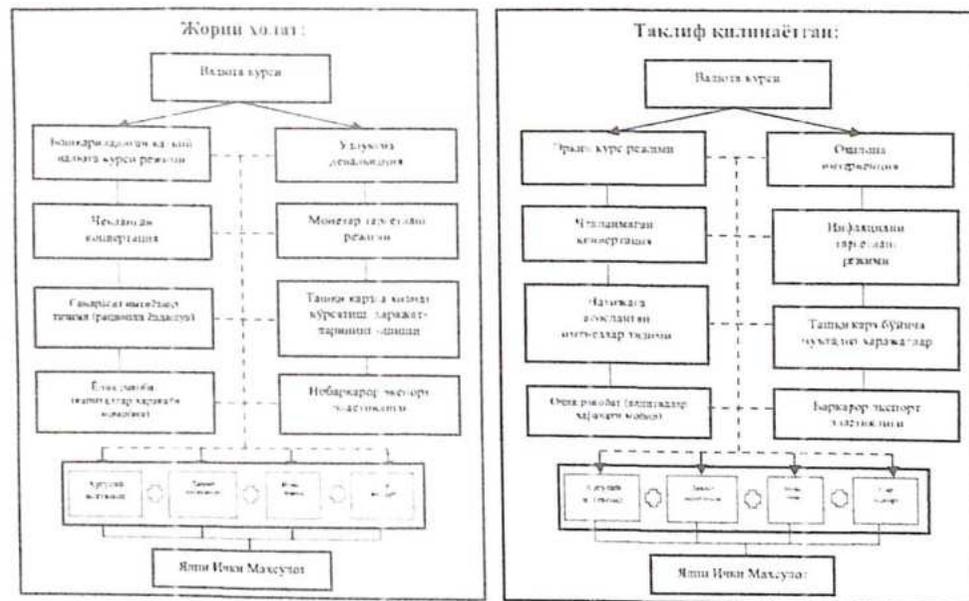
Валюта сиёсати методологиясининг мазмун ва моҳиятини янада кенгрок тушуниш учун унинг восита ва инструментларининг аҳамиятини ҳамда таъсир доирасини (функциясини) чуқур англаш лозимдир. Хусусан, ушбу восита ва инструментлардан асосийлари бу валюта курси режими, валюта курсини шакллантириш, валюта курси каналининг трансмиссия механизми, валюта курсини мувофиқлаштиришда монетар воситалар режимини танлаш, валюта конвертациясини жорий қилиш шартлари, валюта тушумларидан мажбурий сотув, валюта операциялари бўйича ўрнатилган чекловлар, девальвация, ревальвация, интервенция, валюта депозитлари бўйича мажбурий захира меъёрлари, чет эл валютасида қайта молиялаш каби восита ва инструментлардир.

Валюта курси режими - бу Халқаро Валюта Фонди классификацияси бўйича таснифланган²⁷ режимлардан бирини танлаш натижасида валюта муносабатларини ташкил этиш, амалга ошириш, бошқариш ва назорат қилиш билан боғлиқ бўлган чора-тадбирлар мажмуини ифодалайди. Ушбу режимга оид батафсил маълумотлар билан диссертация ишнинг 2-бобида танишиш мумкин.

Валюта курсини шакллантириш - миллий валютанинг хорижий валюталарга нисбатан курсини аниқлаш (белгилаш)нинг методологик ёндашувини ифодалайди. Мисол учун, миллий валюта сўмнинг хорижий валюталарга нисбатан курсини аниқлаш битта ёки бир нечта хорижий валюталар саватига нисбатан ёхуд кросс курсга нисбатан аниқланиши мумкин. Валюта курсини шакллантириш муайян моделлар (монетар модель, Дорнбуш модели, Манделл-Флеминг модели ва ҳок.) асосида ҳам амалга оширилиши мумкин. Шунингдек, валюта курсини экспорт ва импорт эластиклик кўрсаткичлари (Маршалл-Лернер шarti) асосида ҳам шакллантириш мумкин. Валюта курслари ўз аҳамиятига кўра, бир нечта турга бўлиниши мумкин: номинал айирбошлаш курси, реал айирбошлаш курси, кросс курс, номинал самарали айирбошлаш курси, реал самарали айирбошлаш курси ва ҳоказо.

Валюта курси каналининг трансмиссия механизми - бу валюта курсини самарали бошқариш орқали яқиний натижага, яъни ялпи ички маҳсулот ва унинг таркибий бўгинларига таъсир этиш механизмининг ифодалайди.

Мамлакатдаги мавжуд валюта курси каналининг трансмиссия механизми ва уни такомиллаштириш бўйича таклиф этилаётган методологик ёндашувини қуйидагича ифодалаш мумкин (1.3-расм):



1.3-расм. Валюта курси канали трансмиссия механизми методологиясини такомиллаштириш²⁸

Мазкур расм маълумотларида жорий (2016 йилгача) ва таклиф қилинаётган (2017 йилдан) валюта курси каналининг иқтисодийта (ЯИМга) таъсир механизмининг қиёсий таҳлили келтирилган бўлиб, унда қуйидаги методологик ўзгаришлар амалга оширилиши таклиф этилган: валюта курсини эркинлаштириш; оқилона интервенцияни амалга ошириш (сигналлик, портфеллик ва мувофиқлик каналларини ривожлантириш орқали); чекланмаган конвертация (эркин конвертацияга ўтиш орқали); инфляцияни таргетлаш режими; натижага асосланган имтиёзлар тизими (иқтисодий субъектларига бериладиган валюта имтиёзларининг натижадорлиги); барқарор экспорт ва импорт эластиклигини таъминлаш.

Валюта сиёсати методологиясини эркинлаштириш шароитида валюта курси ва пул-кредит сиёсати воситалари режимини ўзаро мувофиқлаштириш бўйича қуйидаги методологик ёндашув таклиф қилинмоқда (1.4-расм).

Мазкур методологик ёндашувда таклиф этилаётган асосий ўзгаришлар қуйидагилардан иборат: эркин курс ва инфляцияни таргетлаш режимларига ўтиш. Бунда, инфляцияни таргетлаш режимида базавий истеъмол нархлари индексидан таргет сифатида фойдаланиш мақсадга мувофиқдир. Ушбу

²⁷ International Monetary Fund, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington, October 2016, p. 8.

²⁸ Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.



методологик ёндашувда истъёмол нархлари индексининг ўзгаришларига нафақат монетар омилларнинг таъсири шу билан бирга номонетар омилларнинг таъсири ҳам чуқур таҳлил қилинади.



1.4-расм. Валюта курси ва пул-кредит сиёсати режимларининг ўзаро таъсир методологиясини такомиллаштириш²⁹

Валюта сиёсатининг восита ва инструментлари хақида сўз борганда куйидаги асосий тушунчаларнинг мазмун ва моҳиятини тушуниш муҳим аҳамият касб этади.

Девальвация – миллий валюта курсининг хорижий валютага нисбатан кадрсизланишини ифодалайди.

Ревальвация – миллий валюта курсининг хорижий валютага нисбатан мустаҳкамланишини (кадрланишини) ифодалайди.

Интервенция – регулятор томонидан валюта курси барқарорлигини таъминлаш мақсадида валюта бозорига таъсир этиш воситаси.

Диверсификация – халқаро ҳисоб-китобларни амалга оширишда ва олтин-валюта захираларини жамғаришда турли хил валюта кимматликларидан фойдаланиш.

Валюта депозитлари бўйича мажбурий захира меъёрлари – регулятор томонидан тижорат банкларига нисбатан юридик ва жисмоний шахсларнинг жалб қилинган депозит маблағларига нисбатан ўрнатилган меъёр (ставка).

²⁹ Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

Валюта операциялари бўйича чекловлар – валюта қимматликларининг ноўрин ва самарасиз тасарруф этилишини олдини олиш мақсадида белгиланадиган таърифли ёки нотаърифли чекловлар тизимидир.

Чет эл валютасида қайта молиялаш – регулятор томонидан тижорат банкларини чет эл валютасида қайта молиялаш операциясини ифодалайди.

1.2-§. Валюта сиёсати ва макроектисодиёт ўртасидаги алоқадорликнинг назарий жиҳатлари

Юқоридаги 1.1-§да таъкидлаб ўтилганидек, мамлакатда самарали валюта сиёсатини юритиш валюта сиёсати методологиясининг мукамаллик даражасига, ундаги восита ва инструментларнинг бозор механизмларига мос равишда амал қилишига боғлиқдир. Бошқача айтганда, самарали валюта сиёсати методологиясини ишлаб чиқиш ва уни амалга ошириш мувозаңатлаштирилган макроектисодиёт (реал, солиқ-бюджет, пул-кредит ва ташқи соҳалар) омиллари билан бирга олиб борилиши зарур. Ушбу соҳалар ўртасидаги узвий алоқадорлик ва муносабат жараёнлари бозор механизмлари асосида юз бериши лозим.

Макроектисодиётнинг бозор механизмлари, воситалари ва тамойиллари тўлиқ шакллантирилмас ҳамда мувофиқлаштирилмас экан, иктисодий ўсиш суръатларининг барқарорлигини таъминлаш хақида гап бўлиши мумкин эмас. Демак, валюта сиёсати ва макроектисодиёт ўртасидаги алоқадорликни таъминлашга хизмат қилувчи барча методологик асослар бозор механизмлари сари такомиллаштириш зарур.

Валюта сиёсати ва макроектисодиёт ўртасидаги боғлиқликнинг назарий асослари бир қатор хорижий иктисодчи олимларнинг, жумладан J.Keynes³⁰, F.Machlup³¹, T.Swan³², R.Mundell³³, M.Fleming³⁴ ва бошқаларнинг изланишларида ўз ифодасини топган (1-илова).

³⁰ John Maynard Keynes (1883-1946) – Англиялик иктисодчи. Иктисодиёт назариясида “Кейнсчилик” таълимотига асос солган шахс. Макроектисодиёт фанининг мустақил фан сифатида ажралиб чиқишида, эҳтимоллар назариясининг аниқлик ва маънига асосланган таълимотларининг ривожланишида муҳим роль ўйнаган. Шунингдек, муаллиф валюта курси тизимини тартибга солиб туриш ҳолатининг асосини ҳисоблайди. Асосий асарлари: Indian Currency and Finance (1913); The Economic Consequences of the Peace (1919); A Tract on Monetary Reform (1923); The End of laissez-faire (1926); A Treatise of Money (1931); General Theory of Employment, Interest and Money (1936) ва бошқалар.

³¹ Fritsch Machlup (1902-1983) – Австрия-Америка иктисодчиси. Бернард Хармс премияси лауреати (1974). Асосий асарлари: The Theory of Foreign Exchange (1939, 40); The Problem of Verification in Economics (1955); The Production and Distribution of Knowledge in the United States (1962); Theories of the Firm: Marginalist, Behavioral, Managerial (1966); A History of Thought on Economic Integration (1977).

³² Trewer Winchester Swan (1918-1989) – Австралиялик иктисодчи. Макроектисодий моделлаштиришнинг илк намойидаларидан бири. “Свон модели” ва “Солоу-Свон” иктисодий ўсиш моделининг асосчиларидан ҳисобланади. Асосий асарлари: Longer-Run Problems of the Balance of Payments (1955); Economic growth and capital accumulation (1956).

³³ Robert Alexander Mundell (1932) – Канада иктисодчиси. иктисодиёт фани бўйича Нобель мукофоти лауреати соҳиб (1999). Ушбу мукофоти у турли хил валюта курси режими шароитида монетар ва фискал сиёсат таҳлили ҳамда уларнинг таъсирида оптимал валюта зонасини аниқлаш бўйича олиб борган таҳқиқоти учун олган. Неолиберализм назарияси асосчи тартидан бири. Асосий асарлари: A Theory of Optimum Currency Areas (1961); The International Monetary System: Conflict and Reform (1965); International Economics (1968); Monetary Theory: Interest, Inflation and Growth in the World Economy (1971) ва бошқалар.

Хусусан, J. Keynes ўзининг иктисодиётга оид фундаментал асарларида³⁵ валюта сиёсатининг макроиктисодиётга таъсирини чуқур тадқиқ этиб, уни пул-кредит сиёсатининг муҳим бўғини сифатида инвесторлар (мулкдорлар), тадбиркорлар (мулкдан фойдаланувчилар) ва ёлланиб ишловчилар (иш хаки олувчилар) ўртасидаги ҳатти-ҳаракатлар ёки ҳаракатсизликлар натижасида юз бериши мумкин бўлган иқтисодий муносабатларга таъсир этувчи ҳамда шу муносабатларни макроиктисодий мувозанатга элтувчи занжирли жараён сифатида изоҳлайди³⁶.

Шунингдек, муаллиф ўз тадқиқотларида пул-кредит воситаларининг, жумладан қайта молиялаш ставкаси, жамғарма ва депозитлар, кредитлар, валюта курси ва бошқаларнинг макроиктисодий воситалар билан, яъни нарх-наво барқарорлиги, ишсизлик даражаси, реал иш хаки даромадлари, реал сектор ривож, ташқи савдо муносабатлари, тарифлар, солиқлар, фонд бозорининг фаолияти каби макроиктисодий воситалар билан ўзаро алоқаларини микро ва макро даражада чуқур таҳлил қилган.

Микро даражада олиб борган тадқиқотларида муаллиф асосан ишлаб чиқариш, истеъмол ва жамғарма, ишсизлик, инфляция ва ишлаб чиқариш муносабатлари ўртасида мавжуд бўлган рисклар ҳақида жуда чуқур ва атрофлича илмий фикр-мулоҳазалар юритиб, уларнинг макроиктисодий ривожланишга таъсирини ўрганган.

Макро даражада эса валюта курси режими, миллий валюта харид қобилияти, девальвация, ташқи иқтисодий алоқалар, халқаро пул-кредит муносабатлари, олтин стандарт, олтин-валюта стандарти, марказий банклар фаолияти каби муносабатларда фикр-мулоҳазалар юритиб, ушбу воситаларнинг макроиктисодий ривожланишга бўлган таъсири борасида эмперик таҳлиллар олиб борган.

Айниқса, унинг пул-кредит механизмидаги олтин стандарт, шу жумладан олтин-валюта стандарти, валюта курси ўзгаришларига таъсир этувчи омиллар ва уларнинг ахамиятини ўша даврнинг йирик марказий банклари ҳисобланган Англия ва АҚШ марказий банклари мисолида ўзаро таққослаб чиқарган куйидаги муҳим хулосаси ҳозирги кунгача ҳам ўзининг долзарблигини йўқотгани йўқ: бошқариладиган валюта курси режимини танлаш катъий белгиланган ёки эркин сузувчи валюта курси режимига нисбатан бир қанча устуворликка эга бўлиб, уни оқилона бошқариш ҳисобидан валюта курси ва фойз ставкаларининг тебранишларини мўътадиллаштириш ҳамда ишсизлик муаммосини сезиларли даражада камайтириш мумкин, деб ҳисоблайди³⁷.

Шунингдек, муаллифнинг валюта сиёсати оид умумий билдирган куйидаги уч хулосаси жуда кўп баҳс-мунозараларга сабаб бўлган:

³⁵ Fleming John Marcus (1911-1976) – Англиялик иқтисодчи, Неолиберализм назарияси асосчиларидан бири. Халқаро Валюта Фондида илмий-тадқиқот бўлими директор ўринбосари лавозимида узок йиллар меҳнат қилган. Асосий асари: Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates (1962).
³⁶ Keynes J.A. Tract on monetary reform (1924); A Treatise of Money (1931); General Theory of Employment, Interest and Money (1936) ва бошқалар.
³⁷ Keynes J. A Tract on monetary reform. 1924. p.5-7.
³⁸ Уша ерда, 5-7 бетлар.

биринчи хулоса, институционал механизмлар нафақат жамиятдаги ресурсларни тақсимловчи, нарх-наво барқарорлигини сакловчи, иш билан бандликни таъминловчи, микро ва макро даражадаги мақсадларни белгиловчи воситалардан бири, шу билан бирга улар кутиладиган макроиктисодий натижаларни ўзгартирувчи омил сифатида ҳам муҳим роль ўйнаши мумкин;

иккинчи хулоса, катъий белгиланган валюта курси режимидаги олтин стандарт тизими ўзининг кутилган таъсир самарасига эга эмас; эркин тебранадиغان валюта курси режимидаги сиёсат ҳам валюта муносабатларидаги мақбул ечимни ифодаламайди. Катъий валюта курси режими сиёсатидаги валюта муносабатлари умум эътироф этилган халқаро талаблар бўйича мувофиқлаштирилсагина самара бериши мумкин;

учинчи хулоса, олтин стандарт тизимига қайтмаслик (1914 йилгача амал қилган тизим назарда тутилган), савдо алоқаларини чекламаслик (либералистик қараш, 1920 йиллар бошларигача) ва нарх-наво барқарорлигини таъминлашда бошқариладиган валюта курси сиёсатидан фойдаланиш³⁸.

J. Keynesнинг юқорида билдирилган барча фикр-мулоҳазаларидан келиб чиққан ҳолда шуни айтиш мумкинки, муаллиф макроиктисодий ривожланишни таъминлашда пул-кредит ва валюта сиёсатининг роли ва ахамиятини нафақат ўша давр учун шу билан бирга ҳозирги давр учун ҳам чуқур ифодалай олган. Айниқса, унинг пулларга бўлган талаб ва тақлиф назарияси бўйича билдирган фикр-мулоҳазалари, жумладан фойз ставкасининг ахамияти, инфляцияни жиловлаш бўйича монетар воситалардан катъий фойдаланиш, валюта муносабатларида ўзига хос чекловларнинг мавжуд бўлиши, умумий бандлик назарияси, иш хаки ва меҳнат унумдорлиги ўртасидаги ўзаро узвий алоқадорлик жараёнлари, ишсизликнинг турли хил кўринишидаги сабаб ва оқибатлар, даромад, жамғарма ва инвестицияларнинг иқтисодий ўсишга бўлган ўзаро таъсири билан боғлиқ илмий хулоса ва тақлифлари бир қатор ривожланган ва ривожланаётган давлатлар амалиётида кенг фойдаланилмоқда.

Валюта сиёсати методологик асосларининг муҳим бўғини ҳисобланган валюта курсининг хулқ-атворини илмий нуқтаи назардан тадқиқ этган етуқ иқтисодчилардан бири бу F. Machlupдир. Муаллиф ўзининг «Валюта курси назарияси» деб номланган асарида валюта курсининг мамлакат экспорт ва импорт алоқаларига (ташқи мувозанатга) таъсирини мамлакат экспорт ва импорт алоқаларига (ташқи мувозанатга) таъсирини атрофлича ўрганиб, муҳим илмий ва амалий хулосалар чиқаришга муваффақ бўлган. Хусусан, унинг мамлакат экспорти билан боғлиқ бўлган хорижий валюталар тақлифининг ўзгаришига экспорт ва импорт эластиклиги ҳамда экспорт ва импорт бўйича ўрнатилган чекловлар (таърифли ёки нотаърифли) тизимининг

³⁸ Уша ерда, 5-6 бетлар.

таъсири асосий омиллардан ҳисобланиши тўғрисида чиқарган илмий хулосаси муҳим аҳамият касб этади³⁹.

Муаллифнинг ушбу хулосасидан келиб чиққан ҳолда биз ҳам диссертация ишимизнинг 3.1-§ида валюта курсини шакллантиришнинг экспорт ва импорт эластиклик кўрсаткичларидан фойдаланиш амалиётини таклиф этдик.

Muchlupнинг валюта курси назарияси бўйича олиб борган тадқиқотларидаги асосий муаммолардан бири бу унинг номинал айирбошлаш курсидан кенгроқ фойдаланганлигидир. Номинал айирбошлаш курси инфляция таъсирини ўз ичига олганлиги боис, реал воқеликни ҳаққоний акс эттирмайди. Шу боис унинг ушбу йўналишдаги айрим хулосалари иктисодчилар ўртасида баҳс-мунозараларга сабаб бўлган.

Валюта сиёсатининг макроиктисодиётга таъсирини ўрганишга муносиб ҳисса қўшган иктисодчилардан яна бири бу австралиялик иктисодчи олим T.Swandир. Муаллифнинг «Свон модели»⁴⁰ деб эътироф этилган тадқиқот иши валюта курси ва макроиктисодий мувозанат масалаларининг фундаментал асосларини ташкил қилишга ҳамда Австралия иктисодиёт мактабини халқаро миқёсда эътироф этилишига сабаб бўлган.

Свон моделининг назарий асоси J.Keynesнинг макроиктисодий мувозанат назариясига таянади:

$$Y = C + I + G + X - IM \quad (1.1)$$

Бу ерда: Y – ялпи даромад; C – истеъмол; I – инвестиция; G – давлат харажатлари; X – экспорт; IM – импорт.

Муаллиф ушбу формулада икки муҳим жиҳатни, яъни ички ва ташқи абсорбцияни кўрсатиб ўтади. Ички абсорбция $A = C + I + G$ кўринишда, ташқи абсорбция эса $CAB = X - IM$ кўринишда ифодаланган. Бу ерда CAB – жорий савдо балансини ифодалайди. Юқоридагилардан келиб чиққан ҳолда 1.1-формула куйидаги кўринишда қисқартириб ёзиш мумкин:

$$Y = A + CAB \quad (1.2)$$

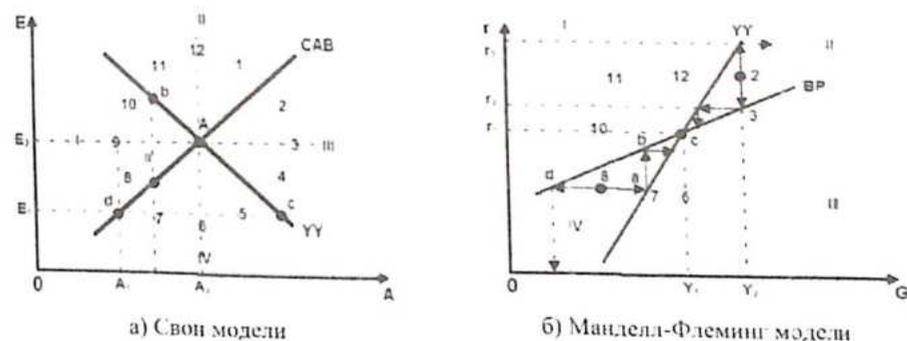
Мазкур тенгликдан кўришиб турибдики, ялпи ички даромаднинг мувозанатли ҳолати ички ва ташқи абсорбция ҳажмига боғлиқдир. Ички ва ташқи абсорбциянинг ошиши ёки камайиши тўлов балансининг тақчиллиги ёки ортиқчалиги билан ифодаланган. Айнан савдо балансининг ҳолатини биринчилардан бўлиб моделлаштиришга ҳаракат қилган. Унинг фикрича, ички абсорбциянинг ўсиши импортнинг ортишига ва шунинг баробарида реал валюта алмашув курсининг ошишига, ва аксинча ички абсорбциянинг

камайиши импортнинг ҳам камайишига ҳамда реал валюта алмашув курсининг пасайишига олиб келиши мумкин⁴¹.

T.Swan модели кичик очик иктисодиёт учун қисқа муддатли макроиктисодий тебранишларни олдини олишга ҳамда ички ва ташқи макроиктисодий мувозанатга эришишни талқин этувчи модель ҳисобланади. Муаллиф қатъий валюта курси (Fixed exchange rate regime) режими шароитида давлат харажатларининг реал валюта алмашув курси бўйича ўзаро мувофиқлаштирилиши ички ва ташқи макроиктисодий мувозанатни таъминлаши мумкин, деб ҳисоблайди.

Олимнинг ушбу моделини очик иктисодиёт нуқтаи назаридан ҳамда турли хил валюта курси режимлари шароитида кенгроқ тадқиқ қилган иктисодчилар Robert Mundell ва Marcus Fleming тардир.

Қуйидаги 1.5-расмда «Свон» ва «Манделл-Флеминг» моделларининг қиёсий ҳолати акс эттирилган.



1.5-расм. Свон ва Манделл-Флеминг моделларида макроиктисодиётни тартибга солиш воситалари⁴²

T.Swan моделининг асосий ғояси юқорида таъкидланганидек, J.Keynesнинг макроиктисодий мувозанат назариясига таянган ҳолда тадқиқ этилган. Унинг фикрича, абсорбциянинг ўсиши импортнинг ортиши ва реал валюта алмашув курсининг ошишига, ва аксинча абсорбциянинг камайиши импортнинг ҳам камайишига ва реал валюта алмашув курсининг пасайишига олиб келиши мумкинлиги таъкидланган.

Демак, T.Swan моделидаги ҳам ички, ҳам ташқи мувозанатнинг асосий омиллари сифатида абсорбция ва реал валюта алмашув курси (қатъий валюта курси режими шароитида) ҳисобланади. Моделдан кўришиб турибдики, A координата ўқи бўйича ички абсорбциянинг (YY эгри чизиги) мувозанатли A нуқтадан ўнг томонга силжиши унинг ўсишини, яъни хусусий истеъмол,

³⁹ Махлуп Ф. Теория валютного курса. Этот изменчивый обменный курс. Сборник статей. Пр. с англ. - Москва: Дело, 2001. - С. 28-29.

⁴⁰ Swan T. Longer-Run Problems of the Balance of Payments. 1955. p.419.

⁴¹ Swan P. ANU Inaugural Trevor Swan Distinguished Lecture. 2006. p.8.

⁴² Swan T. Longer-Run Problems of the Balance of Payments. 1955. p. 237.

инвестиция ва давлат харажатларининг ортишини кўрсатса, чап томонга силжиши унинг пасайишини ифодалайди. Шунингдек, E координатор ўқи бўйича юқорига харажатланиш миллий валюта курсининг пасайишини (девальвацияни), пастга харажатланиши эса валюта курсининг ошишини (ревальвацияни) ифодалайди.

ҲУ эгри чизиги валюта курси билан абсорбциянинг юз бериши мумкин бўлган ўзаро комбинациялар ҳолатини акс эттириб, ички мувозанатни ифодалашга хизмат қилади. Унинг кўриниши салбий қия бурчак касб этиб, девальвация шароитида савдо балансининг яхшиланишини (моделдаги I ва II-сегментлар) ва абсорбциянинг камайишини (моделдаги I ва IV-сегментлар) келтириб чиқариши мумкин. Абсорбциянинг камайиши эса ўз навбатида, ишсизлик муаммосини юзага келтириб чиқаришини ифодалайди.

Мазкур ҳолатни ревальвация шароитида қарайдиган бўлсак, у ҳолда савдо балансининг ёмонлашиши (моделдаги III ва IV-сегментлар) ва абсорбциянинг ортишини (моделдаги II ва III-сегментлар) кузатиш мумкин. Абсорбциянинг ортиши, ўз навбатида, инфляция муаммосини юзага келтириб чиқариши мумкинлиги таъкидланади.

Эгри САВ чизиги эса худди шундай комбинациялардаги ташки мувозанатни, яъни савдо балансини ифодалайди. Унинг ўнг томонидаги ҳолатлар (моделдаги III ва IV-сегментлар) савдо балансидagi салбий вазиятларни кўрсатса, чап томонидаги ҳолатлар (моделдаги I ва II-сегментлар) ижобий тенденциялардан дарак беради.

Юқоридаги жараёнларни умумлаштирилган ҳолда қуйидаги 1.1-жадвалдан кўриш мумкин.

1.1-жадвал
Свои ва Манделл-Флеминг моделларининг иқтисодий тавсифи

Сегментлар	Макроиктисодий тавсифлар	
	Ташки мувозанат (савдо баланси)	Ички мувозанат (абсорбция)
I	Ижобий	Ишсизлик
II	Ижобий	Инфляция
III	Салбий	Инфляция
IV	Салбий	Ишсизлик

Манба: Swan T. Longer-Run Problems of the Balance of Payments. 1955. p. 238.

T.Swan моделида таклиф этилган ички ва ташки мувозанат ҳолати икки муҳим иқтисодий сиёсат инструментларига боғлиқ бўлиб, улар солиқ-бюджет ва валюта сиёсати инструментларини ўз ичига олган. Муаллиф ушбу моделда мамлакатнинг ҳолати қайси сегментда эканлигига қараб, унинг мувозанатини таъминлаш учун у ёки бу инструментни қўллаш мумкин деб, ҳисоблайди. Моделда акс эттирилган соат рақамлари образли равишда мамлакатнинг ҳолатини ифодалашга хизмат қилади. Хусусан, агар мамлакатнинг ҳолати соат рақамларидаги 3, 6, 9 ва 12-нуқталарда бўлса, у ҳолда А нуқтадаги умумий мувозанатга эришиш учун унга фақат битта иқтисодий инструментдан фойдаланиш етарли бўлишини таъкидлайди. Мисол учун,

мамлакатнинг ҳолати 9-нуқтада бўлса (ижобий савдо қолдиғи ва ишсизлик ҳолати), у ҳолда ушбу вазиятда биргина ички абсорбцияни (бюджет харажатларини) А1 нуқтадан А2 нуқтага ошириш билан мувозанатга эришиш мумкин, деб ҳисоблайди. Ёки бўлмаса мамлакатдаги мавжуд ҳолат савдо балансининг такчиллиги ва ишсизлик жараёнини акс эттираётган бўлса (6-нуқта), у ҳолда биргина валюта курсини Е1 нуқтадан Е2 нуқтага девальвация қилиш орқали умумий мувозанатга эришиш мумкинлиги кўрсатилади. Қолган вазиятларда, яъни 1, 2, 4, 5, 7, 8, 10 ва 11-ҳолатлар ҳамда а, b ва с нуқталардаги вазиятларда умумий мувозанатга эришиш учун камидан иккита иқтисодий инструментдан фойдаланиш талаб қилинишига қараб этилган.

Макроиктисодий мақсадлар ва инструментлар сони ўртасидаги ўзаро мутаносиблик қонуниятларини биринчилардан бўлиб 1950-йиллар бошларида голландиялик иқтисодчи олим Y.Tinbergen⁴³ ўзининг чизикли модели асосида аниқлаштиришга муваффақ бўлган. Агар биз T.Swan моделини Y.Tinbergenнинг қондаси бўйича таҳлил қиладиган бўлсак, у ҳолда биз ушбу моделда иккита макроиктисодий мақсад ва иккита макроиктисодий инструментни (солиқ-бюджет ва валюта сиёсатидаги инструментлар назарда тутилган) ўз ичига олган иқтисодий чора-тадбирлар комбинацияларини кўришимиз мумкин. Ушбу комбинациялар тўртта сегментдаги муаммолар вазиятларни ҳал этишга қаратилганлиги билан муҳим аҳамият касб этади.

T.Swan моделидаги асосий камчилик шундаки, муаллиф масалага кичик очик иқтисодиёт нуқтан назаридан ёндашиб, ички фонд ставкасини (қайта молиялаштириш ставкаси) ташки фонд ставкасига тенг, яъни ўзгармас деб қараган, ички нарх-наво билан ташки нарх-наво даражасини ҳам бир-бирига тенг деб олган, реал валюта алмашув курсининг таъсирини фақат товарлар ва хизматлар экспорти ва импортининг баланси, яъни савдо баланси нуқтан назаридан таҳлил қилган, капиталлар ҳаракати ва молиявий операциялар билан боғлиқ баланс натижаларини назардан четда қолдирган. Шунингдек, муаллиф мазкур моделда валюта курси девальвацияси ёки ревальвациясининг қай даражада бўлиши экспорт ва импорт эластиклигини баҳолаш имкониятини бериши ҳақида бирор фикр билдирмаган. Шу билан, ушбу модель ўзининг ҳаётийлигини етарлича намоён қила олмаган.

Валюта курси девальвацияси ёки ревальвациясининг экспорт ва импорт эластиклигига таъсирини эконометрик баҳолаш хусусидаги масала инглиз ва америка иқтисодчи олимлари Alfred Marshall⁴⁴ ва Abba Lerner⁴⁵лар томонидан

⁴³ Yan Tinbergen (1903-1993) – голландиялик иқтисодчи олим. Иқтисодчилар орасида биринчилардан бўлиб Нобель мукофотига сазовор бўлган йирик олимлардан бири (1959). Иқтисодиёт фанига қўшган асосий ҳиссаси: биринчилардан бўлиб иқтисодий назарий қонуниятларни статистик нуқтан назардан текшириб, илмий таҳлил қилиб, уларни макроиктисодий эконометрик моделлаштиришга муваффақ бўлган (чизикли дифференциал тенглама асосида). Эконометриқчилар жамияти асосчилардан бири. У «Тинберген қондаси» деб эътироф этилган назарий қараш муаллифи (муайян миқдордаги иқтисодий мақсадларга эришиш учун айнан яна шунча ёки ундан кўпроқ миқдордаги макроиктисодий сиёсат инструментларидан фойдаланиш лозим). Асосий асарлари: Statistical testing of business cycle theories (1939). On the theory of economic policy (1952). Mathematical models of economic growth (1962). Reshaping international order – a report to the club of Rome (coordinator) 1976 ва бонкалар.

⁴⁴ Alfred Marshall (1842-1924) – инглиз иқтисодчиси. Неоклассик йўналишининг асосчиси. Иқтисодиёт фанига қўшган асосий ҳиссаси: классик ва маргинализм назарияларини илк бор бирлаштирган, товарлар

Тўлов баланси тақчиллигини қоплаш мақсадида эса «қаттиқ» пул-кредит сиёсати юритиш, яъни фоиз ставкасини ошириш талаб этилиши ва шунинг бинобаринида чет эл капитали оқимининг кўпайиши ҳисобига ушбу тақчиллик бартараф этилиши (кайта мувозанатга эришилиши) мумкинлиги таъкидланади.

Ички мувозанат ҳолатида бўлгани каби ташқи мувозанат ҳолатида ҳам тўртта сегмент мавжуд бўлиб, улар тўлов балансининг қандай ҳолатда эканлигидан дарак беради. Хусусан, ВР эгри чизигининг ўнг томонида жойлашган II ва III-сегментлар тўлов балансининг тақчиллигини ифодаласа, унинг чап томонидаги I ва IV-сегментлар тўлов балансининг ижобий қолдиғини ифодалайди.

Шунингдек, моделдаги ВР эгри чизигининг эгилиш қиябурчаги ҲҲ эгри чизигиникига нисбатан кичикдир. Бунга асосий сабаб фоиз ставкаси ўзгаришининг таъсири натижасидир, яъни фоиз ставкасининг ўзгариши ички мувозанат ҳолатига нисбатан ташқи мувозанат ҳолатига кўпроқ таъсир ўтказа олишидир. Демак, Манделл-Флеминг моделида очик иктисодиётнинг ҳолати кайси сегментлар оралиғида бўлишига қараб унга пул-кредит ёки солиқ-бюджет сиёсати ёхуд уларнинг аралашмасидан фойдаланган ҳолда тезкор таъсир этиш орқали ички ва ташқи мувозанатга эришиш мумкинлиги ифодаланади.

Бундан ташқари ушбу моделда қатъий ва сузувчи валюта курси режими шароитларида солиқ-бюджет, пул-кредит ва валюта сиёсати ҳамда уларнинг аралашмасидан таркиб топган сиёсат натижаларининг (ўн тўрт хил кўринишда) ҳолати тўрт хил кўринишдаги капиталлар ҳаракати, яъни тўлик номобил, юқори даражада номобил, тўлиқ мобиллашган ва нотўлик мобиллашган капиталлар ҳаракати нуқтан назардан алоҳида-алоҳида таҳлил қилиниб тегишли хулосалар ишлаб чиқилган (2-3-иловаларга қаранг).

R. Mundellнинг валюта сиёсати ва макроиктисодий ривожланиш ўртасидаги ўзаро муносабатларга қўшган яқка тарздаги хиссаси унинг «Оптимал валюта ҳудудлари» бўйича олиб борган илмий тадқиқоти ҳисобланади. У ўз тадқиқотида турли хил валюта курси режимлари тизимида нисбатан янгича ёндашувни, яъни фундаментал масалани кўтариб чиқди. Хусусан, муайян мезонлар асосида баъзи ҳудудлар (Европа, Осиё ва шунга ўхшаш ҳудудлар назарда тутилган) учун ўз мустақил пул-кредит сиёсатини олиб боришдан кўра, ягона умумий валюта атрофида бирлашиш кўпроқ самара бериши мумкинлиги тўғрисида фикр юритиб, унинг ижобий ва салбий томонларини таҳлил қилиб, пиروвард натижада 1999 йилда Европа иттифоқи давлатлари учун мақбул ҳисобланган ягона валюта тизимини жорий қилишга сабабчи бўлди.

Унинг ушбу назарий қарашлари ва ёндашувлари макроиктисодиётни пул-кредит сиёсати, шу жумладан валюта сиёсати орқали тартибга солишнинг янгича усул ва воситаларини вужудга келтирди ва жаҳон иктисодчилари орасида кенг баҳс-мунозарага сабаб бўлди. Мана шундай баҳс-мунозарлардан

бири америкалик иктисодчи олим, Нобель мукофоти совриндори Milton Fridman⁵⁰ билан бўлиб ўтган мунозарадир.

Мазкур баҳс-мунозара Канада Давлат сиёсати бўйича илмий тадқиқот институтининг «Policy Options» журналида⁵¹ чоп этилган бўлиб, унга кўра олимлар учта масалада бир-бирлари билан яқдил хулосага келиша олмаганлар:

биринчиси, Fridman ўзининг валюта сиёсатига оид қарашларида Манделдан фаркли ўлароқ эркин валюта алмашув курси режимини қўллаб-қувватлайди. Унинг фикрича, ташқи валюта бозори қондаларга мувофиқ (бозор қондалари назарда тутилган) барқарорлашнинг тенденциясига эга бўлиб, ундаги «спекулятив» муносабатлар ўзига хос ижтимоий функцияни бажаришга хизмат қилади, деб ҳисоблайди. Жумладан, у мамлакатлар ўртасидаги инфляция даражаси кўрсаткичларининг тафовути ёки солиқ-бюджет сиёсати инструментларини қўллаш ҳолатидаги ўзига хос жиҳатлар номинал ва реал валюта айирбошлаш қуреларига таъсир этиш орқали амалга оширилишини таъкидлайди (реал валюта алмашув курси маҳаллий ва хорижий мамлакатлар инфляция кўрсаткичларининг нисбатини изоҳлайди). Бошқача айтганда, бир давлатдаги эркин валюта алмашув курси режими иккинчи бир давлатдаги пул-кредит сиёсати режимига яхши таъсир кўрсатиши, яъни фаол сиёсат юритишига замин яратади, деб ҳисоблайди.

Mundell эса ушбу фикрга қарши чиқиб, қатъий валюта алмашув курси режимини самаралироқ деб ҳисоблайди. Унинг фикрича, ташқи валюта бозоридаги «спекулятив» ҳаракатлар ҳамма вақт ҳам қутилган самарани бермаслигига ва бу ўз навбатида, валюта алмашув курси режимларининг нобарқарорлигини келтириб чиқаришини таъкидлайди. У қатъий валюта алмашув курси режими кичик давлатлар учун мақбул режим ҳисобланишини ишонч билан таъкидлайди ва бу эркин валюта алмашув курси режимида бўлган қатта давлатлардаги риск оқимини кескин камайтиришига олиб келишини таъкидлайди;

иккинчиси, товар ва хизматлар яратиш ва улар билан боғлиқ ишлаб чиқариш омиллари ўртасидаги қиёсий таққослашлар жараёнидир. Хусусан, Fridman асосий устуворликни иш ҳақи ва нарх омилининг эгилювчан эмаслик ҳаракатига қаратади, яъни унинг фикрича, нарх тизимини тартибга солишдан кўра валюта алмашув курсини тартибга солиш (иктисодий шок таъсирида) бир мунча самаралироқ, деб ҳисоблайди.

Mundell эса ушбу масалага тесқари назарий қарашни билдиради, яъни унинг фикрича, нарх-наво ва иш ҳақи омилларига стар.ичча устуворлик

⁵⁰ Milton Fridman (1912-2006) – америкалик иктисодчи. Нобель мукофоти совриндори (1976). Иктисодиёт фанига қўшган асосий хиссаси: нарх-наво, монетаризм, сузувчи валюта курси режимида ўтмиш, донмиш дарамад таҳмини, табиий инсензлик даражаси каби назарияларнинг асосини. Асосий асарлари: A Theory of the Consumption Function (1957); A Program for Monetary Stability (Fordham University Press, 1960); Capitalism and Freedom (1962); A Monetary History of the United States, 1867-1960, with Anna J. Schwartz, 1963; The Role of Monetary Policy (1968); Inflation and Unemployment. Nobel lecture (1977) ва бошқалар.

⁵¹ One world, one money. Robert Mundell and Milton Friedman debate the virtues-or not-of fixed exchange rates, gold, and a world currency. Policy options, May 2001. <http://policyoptions.irpp.org/magazines/one-world-one-money/>.

қаратган ҳолда иктисодий шокларга барҳам бериш мумкинчилигини айтади. Ишлаб чиқариш омиллари ва товарлар бозорини мувофиқлаштириш хисобидан ташқи шокларга барҳам бериш мумкинчилигини таъкидлайди. Валюта алмашув курсини тартибга солиш билан боғлиқ масалада у ҳам яқка тартибда фақат нарх-наво тизими билан таъсир этиш воситасига шубҳа билан қарайди;

Учинчиси, иктисодиётни тартибга солишда сиёсий институтларнинг, шу жумладан пул-кредит институтларининг тутган ўрни ва аҳамияти хусусидадир. Fridmanнинг қарашлари аксарият ҳолларда сиёсий институтларнинг мустақил қарор қабул қилиш жараёнларига қаратилган бўлса, Mundellда эса бу ҳолат бирлашганлик (уюшқоқлик, иттифокчилик) таомилларига йўналтирилган. Fridmanнинг таҳлилларига кўра, мамлакатлар ҳудудларининг катта ёки кичиклиги ва аҳолисининг тақсимоли муҳим ўрин эгалламайди, улар ўртасидаги иктисодий интеграция муайян даврга нисбатан ўзгарувчан сиёсий ҳаракат сифатида қаралади. Mundell эса бунга тесқари равишда ҳамма вақт мамлакатларнинг катта ёки кичиклигига қараб, улар ассиметриясига баҳо беради. Шунингдек, у ҳудудларнинг ягона пул бирлиги остида бирлашувини фундаментал сиёсий танлов сифатида қарайди.

Ушбу масалада Fridmanнинг яқуний ҳулосаси қуйидагича, яъни катта ва кичик давлатлар мустақил равишда эркин валюта курси режими шароитида ривожланишлари мумкин, дунёда кўплаб валюталар ва Марказий банк институтларининг бўлиши табиий ҳолдир ва улар мустақил давлатлар сонининг кўпайишига ижобий таъсир этувчи омиллардан бири эканлигига урғу беради.

Mundellнинг яқуний ҳулосаси эса бунга қарши бўлиб, иктисодий кадр-қимматга эга бўлмаган давлатлар валюталарининг кенг тарқалиши жаҳон иктисодиёти ривожини учун зарар бўлиб хисобланиши ва бу кичик давлатлар учун эркин валюта курси режими шароитида фақат зиён етказиши мумкинлиги тўғрисида ҳулоса қилади. Шунингдек, у мамлакатларнинг катта ёки кичиклигига оид берилган саволларни, мисол учун «Калифорния штати ўзининг пул бирлигига эга бўлиши керакми?» деган маънодаги саволларни «провакацион», деб хисоблайди.

Fridmanнинг нуқтан назаридан эса бундай савол ҳеч қандай кизиқишга мойил эмаслиги ва муайян бир ҳудудда ягона пул бирлигига эга бўлиш сиёсий масалалардан бири бўлиб хисобланишини таъкидлайди. Ўз навбатида, Mundell ягона пул ҳудудига эга бўлиш масаласини ўта муҳим масала эканлигига ва у савдо-сотик алоқларининг кенгайишига ҳамда иктисодий ривожланишга бевосита таъсир кўрсатишини айтади.

Мазкур параграфга ҳулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, валюта сиёсати ва макроектисодий ривожланиш ўртасида тўғридан-тўғри алоқадорлик мавжуд бўлиб, улар иктисодиётнинг турли хил омиллари ва қонуниятлари таъсирида шаклланади ҳамда ривожланади. Ушбу шаклланиш ва ривожланиш босқичлари ва жараёнлари турли мамлакатлар иктисодиётида турлича амалга ошади. Бошқача айтганда, ушбу жараёнларнинг самарали эволюцияси

мамлакатнинг мустақиллик мақомига, ресурсларининг (табиий, меҳнат ва капитал ресурслари назарда тутиляпти) салоҳиятига, уларнинг тақсимот тизимига (иктисодий ва технологик омилларнинг ҳаракатига), халқаро муносабатлардаги иштирокига, ижтимоий-сиёсий институтларнинг ҳаракатига, бир сўз билан айтганда, давлат ва жамият ривожини учун зарур хисобланган барча сиёсий, иктисодий, ижтимоий ва ҳуқуқий алоқаларнинг тизимли равишда ташкил этилишига боғлиқдир.

Шуни алоҳида таъкидлаш лозимки, барча давлатлар учун айнан бир хил шароитларни яратиб бўлмаганидек, улар ўртасидаги макроектисодий муносабатларда ҳам айнан бир хил мувозанатга эришиб бўлмайди. Аммо ушбу шароит ва мувозанат ўртасидаги тафовутни қисқартириш имконияти мавжуд бўлиб, унда ҳар бир давлатнинг бир-бири билан амалга оширадиган ўзига хос сиёсий, ижтимоий-иктисодий ва маданий алоқаларидаги ўзаро манфаатлар муштараклигига боғлиқдир.

Дунё сиёсий майдонида ўз таъсир қучига эга бўлган кудратли (гегамон) давлатларнинг ўртасида юз бераётган сиёсий келишмовчиликлар ва нобарқарор вазиятлар иктисодий муносабатлар, қонуниятлар ва тартиб-таомилларнинг ўз қонуниятлари бўйича ишлашини шубҳа остига солмоқда.

Юқорида кўриб чиқилган макроектисодий моделлар таҳлили нафақат давлатларнинг катта-кичиклигига, иктисодиётининг очик ёки ёпиқлигига, бозор муносабатлари тамойилларининг амал қилишига, мавжуд ресурсларнинг самарали тақсимолига ва ҳаракатига, балки энг аввало давлатларнинг геосиёсий манфаатлари муштараклигига боғлиқ бўлиб қолмоқда.

Демак, бундан шундай ҳулосага келиш мумкинки, геосиёсий омилларнинг таъсири иктисодий қонуниятларнинг узок ва барқарор ишлашини таъминлаб берувчи энг муҳим омилга айланмоқда. Назаримизда, кўплаб иктисодчи олимлар томонидан ишлаб чиқилган ва яратилган иктисодий қонуниятлар, таълимотлар ва моделлар донми тинчлик ҳуқум сурадиган муайян мақо ва замонга хос хусусият касб этади. Нотинчлик ҳуқум сурадиган, муайян давлатнинг суверенитетига бўлган сиёсий ва иктисодий таҳдидлар, симуляция таъсиридаги иктисодий-молиявий инқирозлар ушбу қонуниятлар ва таълимотларни маълум даражада шубҳа остига солмоқда.

Иктисодчилар томонидан валюта сиёсати ва макроектисодий ривожланиш ўртасидаги алоқа боғланишларни ўрганиш бўйича олиб борилган назарий ёндашувларда мунозараларга сабаб бўлувчи ҳолатларнинг мавжуд эканлиги тадқиқот мавзуси бўйича назарий қарашларни турли хил йўналишларда янада кенгрок ва чуқуррок тадқиқ этилишини талаб этади. Хусусан, J. Keynes ўз назариясини бошқариладиган валюта курси режими нуқтан назаридан асослашга ҳаракат қилган бўлса, T. Swan қатъий валюта курси режими нуқтан назаридан ўрганган. Fridman эса эркин валюта курси режими шароитида ўз қарашларини асослашга ҳаракат қилган. Булардан фарқи ўларок Muchlup номинал айирбошлаш курси режими бўйича баён

килган. Ушбу назариялар бугунги кунда ҳам маълум маънода ўз аҳамиятини ёқотмаган.

Валюта сиёсатининг макроиктисодий ривожланишга бўлган таъсирини билвосита ёндашувлар оркали очиб беришга ҳаракат қилинган назарий қарашлар Marshall ва Lerner тадқиқотларида ўз ифодасини топган. Хусусан, муаллифлар валюта курси инструментининг самарасини экспорт ва импорт эластиклик кўрсаткичлари таъсирида баҳолашга муваффақ бўлишган.

Юқорида таҳлил қилинган назарий моделлар орасида Ўзбекистоннинг ҳозирги ва яқин келажакдаги амалга оширилиши режалаштирилган валюта сиёсати ва макроиктисодий ривожланиш ўртасидаги ўзаро алоқадорликка бир мунча мос келадиган ва таъсирчан аҳамият касб этадиган модель бу Манделл-Флеминг моделидир. Ушбу модель валюта сиёсати ва макроиктисодий ривожланиш ўртасидаги алоқа боғланишларни турли хил валюта курси режимлари шароитида, очик ва ёпик иктисодиёт шароитида, пул-кредит ва солиқ-бюджет сиёсати инструментларининг синтези таъсирида чуқур таҳлил қилганлиги ҳамда кўплаб ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар амалиётида кенг фойдаланаётганлиги билан муҳим назарий ва амалий аҳамият касб этади. Шу боис, мазкур модель ёндашувларидан валюта сиёсати ва макроиктисодий ривожланиш ўртасидаги алоқа боғланишларининг умумий концепциясини ишлаб чиқиш, ташкил этиш ва уни амалга оширишда ижодий фойдаланиш мумкин.

Валюта сиёсати инструментларининг таъсир самарадорлигини аниқлаш ва баҳолаш, хусусан валюта курсини шакллантиришнинг усул ва воситаларини такомиллаштиришда Маршалл-Лернер назарияларидан келиб чиққан ҳолда ёндашиш ўзининг илмий-амалий аҳамиятига эгадир.

1.3-§. Ўзбекистон шароитида валюта сиёсатининг макроиктисодиёт билан алоқадорлиги

Юқоридаги параграфларда баён этилганидек, валюта сиёсати ва макроиктисодиёт ўртасида узвий алоқадорлик мавжуд бўлиб, улар иктисодиётнинг реал, солиқ-бюджет, пул-кредит ва ташқи иктисодий алоқалар секторларининг бевосита ва билвосита омиллари таъсирида ташкил топади ва ривожланади.

Ўзбекистон Республикасининг валюта сиёсати ва макроиктисодий ривожланиш ўртасидаги алоқа боғланишлари эволюцияси тарихан қисқа вақт ичида ўзига хос шаклланиш ва такомиллашиш босқичига эга бўлсада, улар ўртасида муайян даражада тизимли алоқалар муҳим ташкил этувчи унсурлари бўлиб қолган.

Ушбу тизим ўз ичига иктисодиётнинг муҳим ташкил этувчи унсурлари ҳисобланган реал сектор, ташқи иктисодий алоқалар, солиқ-бюджет ва пул-кредит секторларини камраб олган узвий макроиктисодий муносабатларни ташкил этади.

Мазкур макроиктисодий муносабатлар ўртасида юз берадиган тизимли алоқа боғланишлар микро ва макро даражадаги иктисодий механизмлар ҳамда уларнинг иктисодий таъсир воситалари оркали тартибга солинадиган ва мувозанатга келтирилади.

Ҳеч қайси бир ҳолатда ягона сектордаги ислохотлар ёки иктисодий таъсир воситалари яқка тартибда умумий макроиктисодий мувозанатга эришишни таъминлаб бера олмайди. Макроиктисодий мувозанатга эришиш фақат ушбу тўртта сектор ўртасидаги ўзаро алоқа боғланишлар таъсирида таъминланиши мумкин.

Шуни алоҳида таъкидлаш жойизки, мамлакатимизнинг ўтган чорак аср давомидаги ижтимоий-иктисодий ривожланиш йўлида валюта сиёсати ва макроиктисодий ривожланиш ўртасидаги ўзаро алоқа боғланишларда илмий назарияга асосланган чуқур концептуал ва фундаментал ёндашувлар ишлаб чиқилмаган. Ўтган давр мобайнида валюта сиёсати ва макроиктисодий ривожланиш ўртасидаги алоқалар жараёни асосан қисқа муддатли (бир йиллик) чора-тадбирлар тизими билан ифодаланиб келинди.

Маҳаллий олимлар томонидан ушбу йўналишда амалга оширилган ва ишлаб чиқилган илмий тадқиқот ишланмаларида билдирилган илмий ҳулоса ва тақлифларидан етарлича самарали фойдаланилмади. Натижала мазкур йўналишда олиб борилган сайи –ҳаракатлар қутилган натижаларга шарт-шароит яратмади.

Айни вақтда биз Ўзбекистоннинг валюта сиёсати ва макроиктисодий ривожланиши ўртасидаги ўзаро алоқалар айнан қайси назарий таълимотга мос келади, деган саволга жавоб беришимиз ҳам қийин. Чунки, бизнинг амалиётимиз айнан бирор бир назарий таълимотнинг тартиб-таомилларини ёки ёндашувларини ўзига асос қилиб олмаган, аксинча улардан фарқли равишда вазиятга қараб ҳамда асосий савдо ҳамкорларимиз амалиётида амалга оширилган у ёки бу ўзгаришлардан нусха олган ҳолда ёндашишга асосланган.

Моноетар органларнинг аҳоли ва хўжалик субъектлари билан валюта сиёсати масалаларига оид коммуникация сиёсати деярли ёпик эди, десак муболаға бўлмайди. Валюта курси режими, валюта курси сиёсати ва валюта сиёсати инструментлари, уларнинг мазмуни ва моҳияти, иктисодиёт кутилмаларига таъсири ва уларни прогноз қилиш имкониятлари борасидаги ахборотларнинг шаффофлиги мавжуд эмас эди.

Бундай ҳолатлар, ўз навбатида, иктисодиёт субъектларининг ўз фаолиятларини узок муддатли режалаштиришга, ишлаб чиқариш ва ҳаражатлар стратегиясини аниқлаштиришга, маҳсулотлар сифати ва рақобатбардошлигини оширишга, молиявий маблағлар оқимини прогнозлаштиришга, активлар самарадорлигини таъминлашга ҳамда рисклардан химояланишга бўлган имкониятларини чеклашга сабаб бўлди.

Валюта сиёсатининг асосий мақсади иктисодиёт субъектлари учун мамлакат ички ва ташқи валюта-кредит муносабатларида ўзаро манфаатли алоқаларни яратиб беришдан иборатдир. Буни учун эса валюта сиёсати

ўзининг концептуал асосларига эга бўлган узок муддатли стратегик ривожланиш концепциясига ва йўл харитасига эга бўлиши лозим.

Валюта сиёсатининг энг мухим йўналишларидан бири бу иктисодиёт субъектлари учун энг макбул валюта курси режимини жорий қилиш ҳисобланади. Иктисодиёт субъектлари деганда биз резидент ва норезидент юридик ва жисмоний шахсларни назарда тутяпмиз.

Иктисодиёт субъектлари учун энг макбул валюта курси режимини жорий қилиш нафақат улар фаолиятини осонлаштириш, шу билан бирга макроиктисодий муносабатларда ички ва ташқи мувозанатга эришишнинг ҳам таянч омилли хисобланади.

Умуман олганда, макбул валюта курси режимини жорий қилиш бир марталик иктисодий сайи-харакатни аниқлашмайди, у мамлакатнинг мавжуд ижтимоий-иктисодий аҳолини, унинг ўзига хос хусусиятларини, қолаверса ташқи омилларни ҳисобга олган ҳолда эволюцион тарзда ривожланиш ва такомиллаштириш жараёнларини қамраб олади. Ушбу жараёнларни ўз вақтида англаб етиш ва уни амалиётда тўғри қўллаш олиш барча субъектлар учун ўзаро манфаатли алоқаларни амалга оширишга қўмақлашади.

Мустақилликнинг дастлабки йилларидан то ҳозирги кунгача амалга оширилиб келинаётган валюта сиёсати услубиётидаги ислохотлар жараёнини олтига йirik босқичга бўлиш мумкин, деб ҳисоблаймиз⁵².

Биринчи босқич (буни ўзига хос тайёргарлик босқичи ҳам дейиш мумкин) 1990-1995 йилларни ўз ичига олиб, унда асосан ташкилий-ҳуқуқий асосларни шакллантиришга, иктисодиёт субъектларининг ташқи иктисодий алоқаларда мақсадли ва манзилли қўллаб-қувватланишига (катъий валюта курси режими шароитида солиқ-бюджет ва пул-кредит сиёсати йўналишларида имтиёзлар бериш), қолаверса ушбу янги йўналиш ҳисобланган муносабатлар фаолиятида малака ва тажрибалар орттириш билан боғлиқ чора-тадбирлар тизимига алоҳида устуворлик қаратилганлиги билан ўзига хос хусусият касб этади.

Иккинчи босқич (синов-тажриба натижаларини ўрганиш, таҳлил қилиш ва уларни ривожлантириш босқичи) 1996-2000 йилгача бўлган даврларни ўз ичига қамраб олади. Унда бир нечта валюта алмашув курсларини жорий қилиш ҳисобидан валюта муносабатларини эркинлаштириш, ташқи иктисодий алоқаларни янада рағбатлантириш, жумладан барча товарлар (ишлар, хизматлар) учун экспорт бож тўловларини бекор қилиш, импорт бож тўловлари ставкаларини унификациялаш, экспортни кредитлаш (имтиёзлар ҳисобидан), биржа ва биржадан ташқари валюта бозори фаолиятини тартибга солиш, ички валюта конвертациясини ва валюта тушумларининг мажбурий сотув тизимини такомиллаштириш билан боғлиқ чора-тадбирлар мажмуи шулар жумласидандир.

Учинчи босқич 2001-2005 йилларни ўз ичига олади. Ушбу даврда валюта муносабатларини янада изчил эркинлаштириш ва такомиллаштириш билан боғлиқ чора-тадбирлар тизимига алоҳида устуворлик берилди. Хусусан, 2001

⁵² Муаллиф ёндошуни.

йилдан бошлаб ваколатли тижорат банкларига ўз валюта айирбошлаш шохобчалари орқали хорижий валюталарни эркин сотиш ва сотиб олиш ҳуқуқи берилди; микрофирмалар, кичик ва ўрта корхоналар валюта тушуми бўйича мажбурий сотувдан озод қилинди; барча корхоналарга валютани сотиб олишдаги тўланадиган йиғимлар бекор қилинди; валюта курсларини бирхиллаштиришга (унификациялашга) ўтилди; жисмоний шахсларга нақд валютани сотишнинг чораклик лимитлари босқичма-босқич бекор қилинди; миллий валютанинг чет эл валюталарига нисбатан курсини ҳисоблашда реал эффектив валюта курсидан (Real Effective Exchange Rate) фойдаланишга ўтилди; 2003 йил 15 октябрдан бошлаб эса Халқаро Валюта Фонди Битимлар Келишувининг VIII-моддасига мувофиқ жорий халқаро операциялар бўйича сўмнинг эркин конвертацияси расман жорий қилинди. Ушбу даврларда мамлакатга кириб келган чет эл инвестициялари ҳажми олдинги даврларга нисбатан кескин ошди, экспорт ва импорт операциялари ҳамда капиталлар ҳаракати окими бир мунча фаоллашди.

Тўртинчи босқич 2006-2010 йилларни ўз ичига олиб, ушбу даврда валюта сиёсати муносабатларида ташкилий-ҳуқуқий асосларни янада такомиллаштиришга алоҳида эътибор қаратилди. Хусусан, амалдаги конунчилик такомиллаштирилиб, чет эл валютасини харид қилиш ва сотишга доир операциялар ўтказиш амалиёти соддалаштирилди, валютавий своп операциялари фаоллаштирилди, ишлаб чиқаришни рағбатлантирувчи янги технологияларни ва сифатли бутловчи қисмларни ҳамда истеъмол маҳсулотларини импорт қилишга доир чора-тадбирларни валюта билан таъминлаш масалаларига алоҳида эътибор қаратилди, номинал айирбошлаш курсининг тебранишларини мақсадли параметрлар доирасида бошқариш давом эттирилди, 2007 йил иккинчи ярмидан бошланган жаҳон иктисодий-молиявий инқирозларининг мамлакат иктисодиётига салбий таъсирини олдини олиш, экспортни рағбатлантириш ва импортни макбуллаштириш мақсадида Марказий банк томонидан ички валюта бозорида фаол интервенция операциялари амалга оширилди. Шунингдек, ушбу даврлар оралиғида амалга оширилган кенг қамровли чора-тадбирларнинг энг мухимларидан бири сифатида 2007-2010 йилларда Ўзбекистон Республикаси банк тизимини янада ислох қилиш ва ривожлантириш давлат дастурининг қабул қилиниши ҳисобланади⁵³. Мазкур дастур банк тизимини янада ислох қилиш ва эркинлаштириш, унинг ҳуқуқий-меъорий асосларини такомиллаштириш, банкларнинг капиталлашув даражасини ошириш, уларни инвестициялар жараёнига кенг ва фаол жалб қилиш, улар фаолиятини халқаро рейтинг кўрсаткичлари талабларидан келиб чиққан ҳолда баҳолаш, юридик ва жисмоний шахсларнинг банк тизимига бўлган ишончини ошириш, янги банк-молия хизматлари турини кенгайтириш, банк тизимида кадрлар салоҳиятини ошириш ва уларни мустаҳкамлаш, шу йўналишда илмий-

⁵³ Қаранг: Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2007 йил 7 ноябрдаги "Банк тизимини янада ривожлантириш ва бўш пул маблағларини банк айланмасига жалб этиш чора-тадбирлари тўғрисида"ги ПҚ-726-сонли қарори.

тадқиқот ишларини янада кучайтириш борасидаги чора-тадбирларнинг белгиланиши билан муҳим аҳамиятга эга бўлди.

Бешинчи босқич 2011-2016 йиллари ўз ичига олиб, миллий валютанинг конуний тўлов воситаси мақомини янада мустаҳкамлаш, аҳоли томонидан нақд ва нақдсиз хорижий валюталар билан муомала қилиш доирасининг катъий кучайтирилиши, жумладан чет элларда конверсион пластик карталардан фойдаланиш амалиётининг чекланиши, жинорий фаолиятдан олинган даромадларни легаллаштиришга қарши курашиш бўйича халқаро стандартларни бажариш, шунингдек валюта айирбошлаш операцияларини амалга ошириш механизмини такомиллаштириш каби чора-тадбирлар билан қамраб олинганлиги ўзига хос хусусият касб этди. Хусусан, 2013 йилдан бошлаб жисмоний шахсларга - резидентларга ваколатли банклар томонидан хорижий валютани халқаро тўлов карталаридан фойдаланган ҳолда нақдсиз шаклда сотиш механизми жорий этилди. Юридик ва жисмоний шахслар томонидан валюта операциялари амалга оширилишини мониторинг қилиш ва пул маблағларининг хорижга асоссиз ўтказилиш аломатларини аниқлаш, ваколатли банклар томонидан чет эл валютасидаги ҳисобварақларни юритиш тартиботлари бўйича мониторинг тизими кучайтирилди. Шунини алоҳида қайд этиш керакки, мазкур даврда амалга оширилган валюта сиёсатидаги ўзгаришлар бошқа даврларга нисбатан ўзининг бир мунча самарасиз эканлигини намоён қилди. Валюта сиёсатини эркинлаштириш ўрнига амалга оширилган маъмурий чекловлар амалиёти иктисодиётдаги занжирли муаммоларнинг асосий омилларидан бирига айланди. Нақд хорижий валютани сотиб олиш ва сотиш механизмининг такомиллашмаганлиги иктисодиётда нарх-наво хуружини кескинлаштириб, ноқонуний валюта курси чайқовчилигига очик-ойдин замин яратди. Расмий ва норасмий валюта курси ўртасидаги тофовут икки баравардан ортиқ ўсиб, расмий валюта бозори операцияларида валюта савдолари ҳажмининг кескин пасайиб кетишига сабаб бўлди.

Олтинчи босқич 2017 йилдан кейинги даврларни ўз ичига олган янги ўзгаришлар даври сифатида тарихий аҳамиятга эгадир. Хусусан, ушбу давр Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаркатлар стратегияси тўғрисида»ги ПФ-4947-сонли Фармони талабларига асосланган янги ривожланиш даври сифатида муҳим аҳамият касб этади.

Мазкур фармонга мувофиқ 2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясида белгиланган иктисодиётни ривожлантириш ва либераллаштиришнинг устувор йўналишларидан бири сифатида банк тизимини ислох қилишни чуқурлаштириш ва барқарорлигини таъминлаш белгилангандир.

Мана шу устувор йўналишлардан келиб чиққан ҳолда қабул қилинган энг муҳим қарорлардан бири бу Ўзбекистон Республикаси Президентининг

2017 йил 2 сентябрдаги «Валюта сиёсатини либераллаштириш бўйича биринчи навбатдаги чора-тадбирлар тўғрисида»ги ПФ-5177-сонли Фармонидир.

Мазкур Фармонга асосан 2017 йил 5 сентябрдан бошлаб қуйидаги валюта операцияларининг эркин фаолияти таъминланди:

- Ўзбекистон Республикасининг юридик шахслари жорий халқаро операциялар (товар, иш ва хизматлар импорти, фойда репатриацияси, кредитларни қайтариш, хизмат сафари харажатларини тўлаш ва бошқа савдо характерида эга бўлмаган ўтказмалар) бўйича тўловларни амалга ошириш учун тижорат банкларида чет эл валютасини чекловсиз сотиб олишлари;

- Ўзбекистон Республикасининг резиденти бўлган жисмоний шахслар чет эл валютасини тижорат банкларининг валюта айирбошлаш шохобчаларига эркин сотиши ва конверсион бўлимларида сотиб олинган маблағларни халқаро тўлов карталарига ўтказиш бўйича амалдаги тартибга асосан сотиб олиши ва чет элда ҳеч қандай чекловларсиз ишлатиши;

- истеъмол товарлари импорти билан шуғулланувчи юридик шахс ташкил этмасдан фаолият кўрсатувчи яққа тартибдаги тадбиркорларга чет эл валютасини жисмоний шахслар учун ўрнатилган тартибда, банклардаги ҳисобварақлар орқали сотиб олишга руҳсат берилади;

- мулкчилик шаклидан қатъи назар, барча экспортчи корхоналарнинг чет эл валютасидаги тушумини мажбурий сотиш бўйича талаб бекор қилинди;

- чет эл валютасида даромад олувчи юридик шахс ташкил этмасдан фаолият кўрсатувчи яққа тартибдаги тадбиркорлар, шунингдек, фермер хўжаликлари ўз банк ҳисобварақларидаги чет эл валютасини нақд кўринишида олишлари белгиланди.

Шунингдек, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 12 сентябрдаги ШП-3270-сонли «Республика банк тизими барқарорлигини янада ошириш ва ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Қарори билан тасдиқланган «2017-2021 йилларда банк-молия тизимини илғор банк тажрибалари асосида янада ривожлантириш бўйича комплекс чора-тадбирлар» ҳамда Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 13 сентябрдаги ПК-3272-сонли «Пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Қарори билан тасдиқланган «2017-2021 йилларда пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш ҳамда ияляцияни таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш бўйича комплекс чора-тадбирлар»да белгиланган вазифа ва топшириқларни амалга ошириш ушбу даврнинг амалий аҳамиятини оширишга хизмат қилувчи асосий омиллардан ҳисобланади.

Бундан ташқари, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 9 январдаги ПФ-5296-сонли «Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг фаолиятини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Фармони республикадаги мавжуд икки поғонали банк тизими фаолияти ўртасидаги муносабатлар жараёнини янги сифат даражасига кўтаришга хизмат қилди. Хусусан, мазкур фармон талаблари ва илғор хориж тажрибаларидан келиб чиққан ҳолда Марказий банк тузилмаси қайта

такимлаштирилди, пул-кредит ва банк тизими статистикасини юритиш амалиётини халқаро талабларга мослаштириш, фундаментал пул-кредит ва макроиктисодий тадқиотлар олиб бориш, пул-кредит сиёсати масалаларига оид ахборотларнинг очиклигини таъминлаш, уларни кенг жамоатчиликка етказиш, маълумотларни халқаро молиявий ташкилотларга тақдим этиш, даврий статистик бюллетенларни тайёрлаш, чоп этиш ва тарқатишнинг тизимли механизмини жорий қилиш каби масалалар тубдан такомиллаштирилди.

Пул-кредит сиёсатининг фойз инструментлари трансмиссион канали самарадорлигини оширишга таъсир кўрсатган яна бир муҳим инструмент бу Марказий банк томонидан қайта молиялаш кредитларини бериш амалиётининг жорий этилиши ҳисобланади. Ушбу амалиёт, банклараро пул бозоридаги фойз ставкаларига, пул агрегатлари динамикасига самарали таъсир кўрсатиш ҳамда монетар омилларнинг инфляция даражасига таъсирини босқичма-босқич пасайтириш имконини беришга хизмат қилиши кутилмоқда.

Юқоридаги босқичлардан келиб чиққан ҳолда биз валюта сиёсати ва макроиктисодий ривожланиш ўртасидаги алоқадорлик хусусиятларини куйидаги макроиктисодий таҳлиллар орқали очиб беришга ҳаракат қилдик (4-иловага қаранг). 4-илова маълумотларидан кўриниб турибдики, мамлакатда ялпи талабни тартибга солувчи муҳим воситалар сифатида қатъий пул-кредит сиёсати, эгилувчан солиқ-бюджет сиёсати ҳамда протекционистик ташқи иқтисодий фаолият сиёсатларидан фойдаланилган. Ялпи тақлифни тартибга солувчи воситалар сифатида эса мақбул инвестиция сиёсати, рақобат муҳитини яратиш ва нарх-навоини назорат қилиш ҳамда ишлаб чиқариш харажатларини мақбуллаштириш белгиланган. Ҳар бир сиёсат йўналишида ўзига хос иқтисодий-молиявий инструментлардан кенг фойдаланилган.

Юқоридаги макроиктисодий мувозанат воситалари таъсирида амалга оширилган сўнгги ўн саккиз йил давомидаги макроиктисодий мувозанат тенденциясини таҳлил қилиб чиқишга ҳаракат қиламиз. Дастлаб, макроиктисодий мувозанат формуласини ифодалаб оламиз:

$$Y = (C + I + X - M) \quad (1.4)$$

Бу ерда, Y- ялпи тақлиф, яъни биз уни ялпи ички маҳсулот (ЯИМ) кўрсаткичи сифатида ифодалаймиз. C+I+X+M кетма-кетлик эса ялпи талабни ифодалайди (C-ялпи истеъмол; I-ялпи инвестиция; X-экспорт; M-импорт). Ушбу формулага асосан макроиктисодий кўрсаткичларни куйидаги 1.2-жадвал асосида акс эттирамиз ва мувозанатни аниқлашга ҳаракат қиламиз.

1.2-жадвал

Ўзбекистон иқтисодиётининг макроиктисодий мувозанат таҳлили
трлн.сўм

Йил	Ялпи тақлиф (Y)	Ялпи талаб (C + I + X - M)				Ялпи талаб (E)	Муво- занат
		Истеъмол (C)	Инвестиция (I)	Экспорт (X)	Импорт (M)		
2000	3,3	2,4	0,7	0,8	0,7	3,3	Y=E
2005	15,9	11,3	3,2	6,0	4,6	15,9	
2010	62,4	40,9	15,3	20,7	14,6	62,4	
2011	77,8	53,4	17,5	25,8	18,9	77,8	
2012	96,6	73,0	22,1	25,7	24,2	96,6	
2013	119,0	88,0	27,6	32,7	29,2	119,0	
2014	144,9	110,9	33,7	32,6	32,3	144,9	
2015	171,4	129,2	40,7	34,5	33,1	171,4	
2016	199,3	148,5	49,3	37,4	35,9	199,3	
2017	249,1	183,9	60,7	71,4	66,9	249,1	

Манба: Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида муаллиф ҳисоб-китоблари. Йил: экспорт ва импорт ҳажмининг сўмдаги қийматини ҳисоблашда номинал валюта курсининг йиллик ўртача курси олинган.

Мазкур 1.2-жадвал маълумотларидан келиб чиққан ҳолда Ўзбекистон иқтисодиётининг соф жамғарма ва соф инвестициялари ўртасидаги алоқадорликни аниқлашга ҳаракат қиламиз. Бизга маълумки, ЯИМ (Y) ўз аҳамиятига кўра истеъмол (C) ва жамғармага (S) бўлинади. Бошқача айтганда, ЯИМ – истеъмол ва жамғарманинг йиғиндисига тенг бўлиши керак, яъни $Y=C+S$ (2). Бизнинг мисолимизда ушбу тенглик куйидагича (1.3-жадвалга қаранг).

1.3-жадвал

Ялпи даромад тақсими: истеъмол ва жамғарма

трлн.сўм

Йил	Ялпи даромад (Y)	Истеъмол (C)	Жамғарма (S) (2 уст.-3 уст.)	C+S (3 уст.+4 уст.)	Мувозанат
1	2	3	4	5	6
2000	3,3	2,4 (72,7%)	0,9 (27,3%)	3,3	Y=C+S
2005	15,9	11,3 (70,4%)	4,6 (29,6%)	15,9	
2010	62,4	40,9 (65,2%)	21,5 (34,8%)	62,4	
2011	77,8	53,4 (68,3%)	24,4 (31,7%)	77,8	
2012	96,6	73,0 (75,6%)	23,6 (24,4%)	96,6	
2013	119,0	88,0 (73,8%)	31,0 (26,2%)	119,0	
2014	144,9	110,9 (76,5%)	34,0 (23,5%)	144,9	
2015	171,4	129,2 (75,3%)	42,2 (24,7%)	171,4	
2016	199,3	148,5 (74,5%)	50,8 (25,5%)	199,3	
2017	249,1	183,9 (73,8%)	65,2 (26,2%)	249,1	

Манба: Юқоридаги 1.2-жадвал маълумотлари асосида муаллиф ҳисоб-китоби.

Эндиги босқичда биз соф инвестицияларни аниқлашга ҳаракат қиламиз. Бунда биз дастлаб, ялпи харажатларни (E) ўз аҳамиятига кўра тақсимлаб оламиз, яъни $E=C+I$ (3) тенгликни ҳосил қиламиз. Бошқача айтганда, ялпи харажатлар истеъмол ва инвестицияларга бўлинади ёки уларнинг йиғиндисини ялпи харажатларга тенг бўлиши лозим (1.4-жадвал).

бараварга) пасайди. 2018 йилнинг тўққиз ойи якунлари бўйича эса ташки савдо баланси қолдиғи йирик миқдордаги тақчилликни ҳосил қилди.

Экспортнинг ЯИМдаги улуши 2000-2007 йилларда ўртача 34.3%ни ташкил этган бўлса (энг юқори кўрсаткич 2004 (40.4%) ва 2007 (40.3%) йилларда кузатишган), 2008 йилдан бошлаб пасайиш тенденциясига эга бўлиб келган. Ушбу пасайиш 2008 йилдаги 39%дан 2016 йилда 21%гача пасайган ёки 2004 йилга нисбатан қарийб икки бараварга камайган.

Импортнинг улуши эса тахлил қилинаётган даврларда (2000-2007йй.) ўртача 28.1%ни ташкил қилган. Унинг энг юқори даражаси мос равишда 2004 (31.8%) ва 2007 йилларга (30.2%) тўғри келган. 2008 йилда юқоридаги даврларга нисбатан бир кўтарилиб (33%), 2016 йилгача пасайиш тенденциясида бўлган (20%). 2017 йил ва 2018 йилнинг тўққиз ойи якунлари бўйича эса унинг кескин ошиши кузатилиб, мос равишда 26% ва 45%ни ташкил қилган.

Экспортнинг эластиклик кўрсаткичи (чет эл харидорлари учун маҳаллий маҳсулотларнинг арзонлашиши) 2003-2007 йилларда барқарор 1,3 коэффициентни ташкил этган бўлса, 2012-2017 йилларда 1,1 коэффициентга, 2018 йилнинг тўққиз ойи якунлари бўйича эса 0,7 коэффициентгача пасайган. Ушбу кўрсаткичнинг бир коэффициентдан камайиши экспортнинг ноэластиклик аҳамият касб этганлигини ва ташки савдо балансининг тақчилигини ифодалайди.

Импортнинг эластиклик кўрсаткичи (маҳаллий харидорлар учун чет эл маҳсулотларининг арзонлашиши) 2003-2007 йилларда ўртача 0,8 коэффициентни ташкил қилган бўлса, 2008 йилдан бошлаб ўсиш тенденциясига эга бўлиб борган ва у 2016 йилда бир коэффициентни, 2018 йилнинг тўққиз ойи якунлари бўйича эса 1,4 коэффициентни ташкил этди. Импорт эластиклигининг бундай кескин даражада ошишининг асосий сабаби сўнгги икки йил давомида амалга оширилаётган очик иқтисодий сиёсат, шу жумладан, валюта сиёсатининг янада эркинлаштирилиши натижасидир.

Аммо 2005-2016 йиллар давомидаги валюта сиёсатининг турғунлик ҳолати (восита ва механизмларнинг такомиллаштирилмаганлиги) иқтисодиётда жиддий муаммоларни юзага келтириб чиқаришга сабаб бўлди. Жумладан, ички валюта бозорида норасмий паралел курснинг кескин авж олишига, иқтисодиётнинг долларлашувига ҳамда хуфийна бизнес фаолиятларининг кучайишига⁵⁴ сабаб бўлди. Бундай ҳолат, ўз навбатида, ички нарх-наво тизимининг кескин тебранишларига, миллий валюта харид қобилиятининг пасайишига, реал инфляциянинг ўсишига, аҳоли реал даромадларининг пасайишига, жамғарма ва депозитларнинг камайишига ва умуман банк тизимига бўлган ишончнинг пасайишига камайишига ва

Юқоридаги 1.6-расм маълумотлари ҳам ўша вақтда амал қилган маъмурий бошқариладиган валюта курси сиёсатининг экспортни қўллаб-қувватлашга бўлган ижобий таъсирини старлича намойён қила олмаганлигини

кўрсатди. Шу бонс, мамлакат валюта сиёсатининг олтинчи босқичи сифатида (2017 йил ва ундан кейинги йилларда) қаралган янги давр ўзгаришлари ушбу жараёнларни тубдан ислох қилишни бошлаб берди.

Валюта сиёсатини ислох қилишдаги муваффақиятлар калити нафақат валюта сиёсатининг восита, инструмент ва механизмларини ислох қилишга, шу билан бирга иқтисодиёт реал секторининг модернизациялашув даражасини ҳам изчил ривожлантиришга боғлиқдир. Бошқача айтганда, иқтисодиётнинг рақобатбардош юқори қийматли тайёр sanoat маҳсулотларини ишлаб чиқариш салоҳиятига ҳамда уларни ташки бозорларда сотиш имкониятларига боғлиқдир.

Умуман олганда, валюта сиёсатининг самарали фаолияти макроиқтисодиёт секторларининг (реал, солиқ-бюджет, пул-кредит ва ташки иқтисодий алоқалар секторларидаги сиёсат) ўзаро бир-бири билан узвий алоқадорликда кечадиган чора-тадбирлар тизимига боғлиқдир. Манз шундай узвий алоқадорликнинг муҳим йўналишларини ҳар бир сектор мисолида қуйидагича изоҳлаш мумкин:

↓ реал сектор:

- мамлакатда ишлаб чиқариш кучларининг ҳудудлар миқёсида рационал тақсимланишини таъминлаш (номутаносибликка барҳам бериш);
- мавжуд инвестиция маблағларини энг биринчи навбатда янги ишлаб чиқариш қувватлари ва объектларини барпо этишга йўналтириш;
- мавжуд меҳнат ресурсларининг истикболли салоҳиятини инобатга олган ҳолда замонавий текстил индустриясини барпо этишга устуворлик қаратиш;
- иқтисодиёт субъектлари фаолиятини халқаро стандартлар даражасида брендли тайёр маҳсулотлар ишлаб чиқаришга тубдан ўзгартириш ва уларни бу борадаги сайи-ҳаракатларини ҳар тарафлама қўллаб-қувватлаш.

↓ ташки иқтисодий алоқалар сектори:

- ташки иқтисодий фаолиятнинг институционал асосларини тубдан янги босқичга кўтариш;
- ташки иқтисодий фаолият субъектлари эркинлигини таъминлаш ва уларнинг қонуний асосларини янада мустаҳкамлаш;
- ташки иқтисодий фаолиятга хизмат кўрсатувчи ижтимоий-иқтисодий инфраструктура тизимини замонавийлаштириш;
- ташки иқтисодий фаолият бўйича малакали мутахассис кадрлар тайёрлаш тизимини такомиллаштириш;
- ташки иқтисодий фаолият институтларининг шаффофлигини юксалтириш.

Мамлакат ташки иқтисодий алоқаларини эркинлаштириш келажақда унинг Жаҳон Савдо Ташкилотига (ЖСТ) аъзо бўлиб киришини ҳисобга олган ҳолда амалга оширилиши мақсадга мувофиқдир.

↓ солиқ-бюджет сиёсати сектори:

⁵⁴ Бердиназаров З.У. Сокращение уровня долларизации экономики: международный опыт и выводы для Узбекистана. Форум экономистов – 2016. Ташкент, ИПМИ, стр.70-75.

- иктисодиётнинг реал ва ташки иктисодий алоқалар сектори субъектлари фаолиятини янада кўллаб-қувватлашга қаратилган юмшок солиқ-бюджет сиёсатини юритиш;

- иктисодиёт субъектлари фаолиятини янада рағбатлантириш борасида солиққа тортиш механизмида табакалаштирилган регрессив усул ва воситалардан кенгрок фойдаланиш;

- солиқ ва солиққа тортиш усул ва воситаларини янада соддалаштириш, солиқ ставкаларини пасайтириш ва солиқ маъмурчилиги тизимини такомиллаштириш.

↓
пул-кредит сиёсати сектори:

- иктисодиётнинг реал ва ташки иктисодий алоқалар сектори субъектлари фаолиятини янада кўллаб-қувватлашга қаратилган юмшок пул-кредит сиёсатини юритиш;

- иктисодиёт субъектларининг пул-кредит соҳасидаги транзакцион сарф-харажатларини камайтириш чора-тадбирларига устуворлик бериш;

- ички ва халқаро ҳисоб-китоблар тизими бўйича миллий платформани яратиш ва унинг хавфсизлигини таъминлаш;

- иктисодиётни тартибга солишда монетар воситалар юқини оқилона тақсимлаш ва улардан самарали фойдаланиш;

- банк тизимида шаффофликка эришиш ва унинг очиклигини юксалтириш;

- аҳоли ва хўжалик субъектларининг банк тизимига бўлган ишончини ошириш ҳамда миллий валюта харид қобилиятини мустаҳкамлаш;

- пул-кредит муносабатларида фонд биржаси фаолиятининг таъсирчанлигини юксалтириш (ҳисоб ставкаси воситасини амалиётга жорий этиш).

↓
шу жумладан, валюта сиёсати секторида:

• иктисодиёт субъектлари фаолиятини янада кўллаб-қувватлашга қаратилган очик валюта сиёсатини юритиш;

• эркин валюта алмашув курси режимига ўтиш ва капиталлар ҳаракати мобиллигини кучайтириш;

• ички валюта бозори фаолиятини эркинлаштириш ва шаффофлигини таъминлаш;

• валюта курси барқарорлигини таъминлашда валюта интервенцияси восита ва механизмларининг таъсир самарадорлигини такомиллаштириш шулар жумласидандир.

Фикримизча, юқорида таъкидлаб ўтилган макроиктисодиёт секторлари ўртасидаги чора-тадбирлар тизими оқилона ташкил этилса ва амалга оширилса, валюта сиёсати методологиясининг янги сифат босқичига ўтишига ва унинг иктисодиётга таъсирини ижобий томонга силжитишга замин яратади.

1.4-§. Валюта сиёсати методологиясининг ҳуқуқий асослари

Валюта сиёсати методологиясининг истиқболли ривожини ва самарали фаолиятини, бошқа омиллар билан бир қаторда, ушбу йўналишда ўз вақтида ишлаб чиқилаётган ва қабул қилинаётган қонунчилик асосларининг такомиллашганлигига ҳам боғлиқдир.

Валюта сиёсати ва валюта муносабатларини тартибга солиш ҳамда назорат қилиш масалаларида ҳуқуқий-меъёрий асосларни қайта қўриб чиқиш ва уларни такомиллаштириш бевосита амалга оширилаётган валюта сиёсатига мувофиқ равишда амалга оширилиши билан бир қаторда, узок муддатли истиқболли ривожланиш стратегия талабларига ҳам мос келиши зарур.

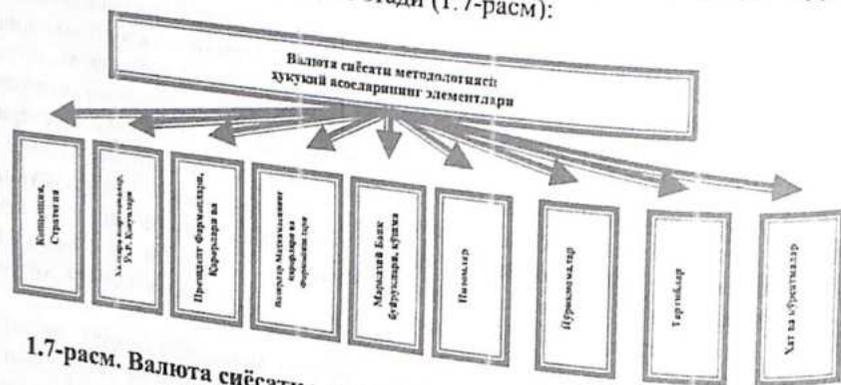
Ҳар бир соҳада муҳим аҳамиятга эга бўлганидек, валюта сиёсати соҳасида ҳам ишлаб чиқилаётган ва қабул қилинаётган ҳуқуқий-меъёрий асослар (ҳужжатлар) ўз мазмун ва моҳияти ҳамда аҳамияти жиҳатидан бир-бирини инкор этмаслиги, зид келмаслиги, чекламаслиги, тақрорламаслиги, орқага қайтиш қучига эга бўлмаслиги, ҳаволалар тарзида йўналтирилмаслиги ва бошқа ҳуқуқий таъсир этиш восита ва механизмларининг салбий таъсирига тушмаслиги лозимдир. Мана шу мақсадда сўнгги йилларда қабул қилинаётган ҳуқуқий-меъёрий асослар кенг жамоатчилик эътиборига ҳавола қилинмоқда, уларнинг фикр-мулоҳазалари ва тақлифлари ўрганилмоқда. Ҳуқуқий-меъёрий ҳужжатларни ишлаб чиқиш, қабул қилиш ва уни амалга ошириш тизимида йўлга қўйилган коммуникация воситасининг таъсири нафақат ушбу ҳуқуқий-меъёрий ҳужжатларнинг самарали ишлаб чиқилишида, шу билан бирга кенг жамоатчиликнинг ҳуқуқий маданиятини янада оширишга, уларнинг ўз фуқаролик позицияларини шакллантиришга ҳамда мустаҳкамлашга хизмат қилади.

Шуни алоҳида таъкидлаш лозимки, валюта муносабатларини тартибга солиш ва назорат қилиш масалаларида қабул қилинган қонунчилик асосларининг аксарияти ўтган 15 йиллик даврдаги қонунчилик базасини ташкил қилади. Хусусан, Ўзбекистон Республикасининг «Валютани тартибга солиш тўғрисида»ги (2003 йил янги таҳрирда), «Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тўғрисида»ги (1995 йил), «Банк ва банклар фаолияти тўғрисида»ги (1996 йил янги таҳрирда), «Ташки иктисодий фаолият тўғрисида»ги (2000 йил янги таҳрирда), «Эркин иктисодий зоналар тўғрисида»ги (1996 йил), «Хориждан маблағ жалб қилиш тўғрисида»ги (1996 йил), «Чет эл инвестициялари тўғрисида»ги (1998 йил), «Жиноий фаолиятдан олинган даромадларни легаллаштиришга ва терроризмни молиялаштиришга қарши курашиш тўғрисида»ги (2004 йил) қонулар шулар жумласидандир.

Мазкур қонунчилик асосларига таянган ҳолда ўтган даврлар мобайнида ушбу соҳада 200 дан ортиқ қонун ости меъёрий ҳужжатлари, жумладан Ўзбекистон Республикаси Президентининг Фармон ва Қарорлари, Вазирлар Маҳкамасининг Қарор ва Фармойишлари, Марказий банкнинг қарор ва фармойишлари, низомлар, йўриқнома ва тартиблар қабул қилинган.

Ушбу қабул қилинган қонун ости ҳуқуқий-меъёрий ҳужжатларнинг валюта сиёсатини юритишга бўлган таъсирининг 2005 йилгача бўлган аҳамияти муаллифнинг «Валюта муносабатларининг ташқи иқтисодий алоқаларга таъсири ва уларни такомиллаштириш масалалари» мавзусидаги номзодлик диссертация ишида батафсил ёритилган⁵⁵. Шу боис биз ушбу давргача бўлган жараёнларни четлаб ўтиб, асосий эътиборимизни 2005 йилдан кейинги даврларда қабул қилинган асосий ҳуқуқий-меъёрий ҳужжатларнинг аҳамиятига қаратамиз.

Валюта сиёсатининг макроиқтисодиётга бўлган таъсирини бозор механизмлари асосида такомиллаштириш, унинг восита ва механизмларини халқаро тажрибалар асосида бойитиш, ҳеч шубҳасиз валюта сиёсати методологиясининг ҳуқуқий асосларини такомиллаштириш заруриятини юзага келтириб чиқаради. Ушбу зарурият ўз навбатида, валюта сиёсати методологиясининг ҳуқуқий асосларини тизимлаштирилган ҳолда кўриб чиқишни ва таҳлил қилишни тақозо этади (1.7-расм):



1.7-расм. Валюта сиёсати методологиясининг ҳуқуқий асослари⁵⁶

Валюта сиёсати методологияси ҳуқуқий асосларининг биринчи элементи ҳисобланган концепция ва стратегиянинг олдинги даврларда мавжуд бўлмаганлиги боис, унинг таҳлилни четлаб ўтамиз. Кейинроқ эса даврлар кетма-кетлигига мос равишда янги қабул қилинган концепциянинг аҳамиятига тўхталиб ўтамиз.

Валюта сиёсати методологияси ҳуқуқий асосларининг иккинчи элементи ҳисобланган халқаро шартномалар ва Ўзбекистон Республикасининг қонунлари бўйича қуйидагиларни баён қилиш мумкин. Ўзбекистон Республикасининг валюта сиёсатида оид халқаро молия ташкилотлари билан бўладиган иқтисодий-молиявий алоқалари Ўзбекистон Республикасининг 1992 йил 2 июлдаги «Ўзбекистон Республикасининг Халқаро Валюта Фонди, Реконструкциялаш ва Ривожланиш Халқаро Банки, Ривожланиш Халқаро

Ассоциацияси, Халқаро Молия Корпорацияси, Кўп Томонлама Сармоя Ажратишни Кафолатловчи Агентликка Аъзолиги тўғрисида»ги №621-ХП-сонли, Ўзбекистон Республикасининг 1993 йил 7 майдаги «Ўзбекистон Республикаси билан халқаро молия институтлари ўртасидаги халқаро заём ва кафолатли шартномалар ҳамда битимларни тузиш ва денонсация қилиш тартиби тўғрисида»ги №850-ХП-сонли ҳамда Ўзбекистон Республикасининг 1995 йил 22 декабрдаги «Ўзбекистон Республикасининг халқаро шартномалари тўғрисида»ги №172-1-сонли Қонунлари асосида тартибга солинади.

Дастлаб 1993 йилда қабул қилинган Ўзбекистон Республикасининг «Валютани тартибга солиш тўғрисида»ги Қонуни 2003 йилда бир мунча такомиллаштирилган ҳолда янги таҳрирда қабул қилинди. Мазкур қонуннинг янги таҳририни ишлаб чиқишда асосий эътибор валюта сиёсати ва у билан боғлиқ муносабатлар жараёнида юзага келадиган алоқаларнинг ҳуқуқий таъсирини янада оширишга, ҳар бир алоқа ва муносабатлар жараёнига юридик тус бериш (муносабатларни алоҳида моддалар билан тартибга солиш), уларнинг бошқа ҳуқуқий-меъёрий ҳужжатлар билан уйғунлигини таъминлаш ва таъсирчанлигини оширишга қаратилди.

Хусусан, амалга оширилган ўзгаришлар қонуннинг қуйидаги жиҳатларида ўз ифодасини топган:

а) эски қонунда асосий тушунчалар сифатида қайд қилинган «валюта бойликлари», «резидентлар», «норезидентлар», «валюта операциялари», «жорий валюта операциялари», «капиталлар ҳаракати билан боғлиқ валюта операциялари» тушунчалар янги таҳрирда алоҳида-алоҳида ҳуқуқий модда сифатида ўрин олиб, ўзининг юридик аҳамияти ва таъсирини эга бўлди;

б) янги таҳрирдаги қонун қуйидаги янги моддалар билан тўлдирилган: «Чет эл валютаси билан боғлиқ бўлган ҳосила молиявий воситалар» (9-модда); «Ўзбекистон Республикасининг валютани тартибга солувчи давлат органи» (10-модда); «Ваколатли банклар» (11-модда); «Валюта операцияларини амалга оширишга доир чекловлар» (12-модда); «Резидентларнинг ҳисобварақлари» (16-модда); «Ўзбекистон Республикаси ҳудудида норезидентларнинг ҳисобварақлари» (17-модда); «Ўзбекистон Республикаси ҳудудида чет эл валютасида ҳисоб-китоблар ва тўловлар» (18-модда); «Нақд чет эл валютаси ва миллий валютани олиб кириш ҳамда олиб чиқиш» (19-модда).

в) қонунда қуйидаги моддаларнинг таъсир доираси янада кенгайтирилган: «Жисмоний шахсларнинг валюта бойликлари ва улардан фойдаланилиши» (13-модда); «Миллий валютанинг чет эл валютасига нисбатан курси» (15-модда); «Валютани назорат қилувчи органлар» (20-модда).

Амалга оширилган ўзгаришлар натижасида ўтган 15 йил давомида амал қилган ушбу қонун талаблари бутунги кун янгиланиш талабларига мос келмай қолди. Мамлакатимиз Президенти Ш.М.Мирзиёевнинг 2017 йил 7 февралдаги «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича

⁵⁵ Қаранг: Бердиқизаров З.У. «Валюта муносабатларининг ташқи иқтисодий алоқаларга таъсири ва уларни такомиллаштириш масалалари» мавзусидаги иқтисод фанлари номзоди илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертацияси. Тошкент, 2005 й. 141 б.

⁵⁶ Муаллиф ёндошуви.

Харкатлар стратегияси тўғрисида»ги ПФ-4947-сонли Фармони мамлакатни тараққий эттиришнинг янги саҳифасига мустаҳкам ҳуқуқий асос солди.

Мазкур фармон 2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналишлари бўйича: (1) давлат ва жамият қурилиши тизимини такомиллаштиришнинг устувор йўналишлари; (2) қонун устуворлигини таъминлаш ва суд-ҳуқуқ тизимини янада ислоҳ қилишнинг устувор йўналишлари; (3) иқтисодий ривожлантириш ва либераллаштиришнинг устувор йўналишлари; (4) ижтимоий соҳани ривожлантиришнинг устувор йўналишлари; (5) хавфсизлик, миллатлараро тотувлик ва диний бағрикенгликни таъминлаш ҳамда чуқур ўйланган, ўзаро манфаатли ва амалий ташқи сиёсат соҳасидаги устувор йўналишларда ривожлантиришнинг янги давр босқичини бошлаб берди.

Мазкур Харакатлар стратегиясида белгиланган иқтисодий ривожлантириш ва либераллаштиришнинг учинчи устувор йўналиши куйидаги бешта муҳим йўналишлардаги ислохотлар тизимини янги давр талаблари нуктаи назаридан қайта кўриб чиқишни ва такомиллаштиришни белгилаб берди. Булар: (1) макроиктисодий барқарорликни янада мустаҳкамлаш ва юқори иқтисодий ўсиш суръатларини сақлаб қолиш; (2) таркибий ўзгартиришларни чуқурлаштириш, миллий иқтисодийнинг етакчи тармоқларини модернизация ва диверсификация қилиш ҳисобига унинг рақобатбардошлигини ошириш; (3) кишлоқ хўжалигини модернизация қилиш ва жадал ривожлантириш; (4) иқтисодий давлат иштирокини камайтириш, хусусий мулк ҳуқуқини химоя қилиш ва унинг устувор мавқеини янада кучайтириш, кичик бизнес ва хусусий тадбиркорлик ривожини рағбатлантиришга қаратилган институционал ва таркибий ислохотларни давом эттириш; (5) вилоят, туман ва шаҳарларни комплекс ва салохиятидан самарали ва оптимал фойдаланиш, уларнинг мавжуд

Ушбу ислохотлар тизимида энг биринчи муҳим йўналиши сифатида макроиктисодий барқарорликни янада мустаҳкамлаш ва юқори иқтисодий ўсиш суръатларини сақлаб қолиш белгиланганлиги бежиз эмас. Ушбу йўналишнинг замирида иқтисодий блокнинг локоматив секторлари ҳисобланган, пул-кредит, солиқ-бюджет ва ташқи иқтисодий алоқалар секторлари ўртасидаги ўзаро мутаносиб ва самарали фаолият механизмларини тамомила янгича ёндашувлар (имлий-амалий методологик ёндашувлар назарда тутилмоқда) асосида ривожлантириш ётибди. Хусусан, макроиктисодий мутаносибликни сақлаш, қабул қилинган ўрта ва узок муддатли дастурлар асосида таркибий ва институционал ўзгаришларни чуқурлаштириш ҳисобига ялпи ички маҳсулотнинг барқарор юқори ўсиш суръатларини таъминлаш; харажатларнинг ижтимоий йўналтирилганини сақлаб қолган ҳолда Давлат бюджетининг барча даражаларида мутаносибликни таъминлаш, маҳаллий бюджетларнинг даромад қисминини мустаҳкамлашга қаратилган бюджетлараро муносабатларни такомиллаштириш; солиқ юқини камайтириш ва солиққа тортиш тизимини

соддалаштириш сиёсатини давом эттириш, солиқ маъмуриятчилигини такомиллаштириш ва тегишли рағбатлантирувчи чораларни кенгайтириш; илғор халқаро тажрибада қўлланиладиган инструментлардан фойдаланган ҳолда пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш, шунингдек валютани тартибга солишда замонавий бозор механизмларини босқичма-босқич жорий этиш, миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш; банк тизимини ислоҳ қилишни чуқурлаштириш ва барқарорлигини таъминлаш, банкларнинг капиталлашув даражаси ва депозит базасини ошириш, уларнинг молиявий барқарорлиги ва ишончилигини мустаҳкамлаш, истикболли инвестиция лойиҳалари ҳамда кичик бизнес ва хусусий тадбиркорлик субъектларини кредитлашни янада кенгайтириш; сугурта, изини ва бошқа молиявий хизматларнинг ҳажмини уларнинг янги турларини жорий қилиш ва сифатини ошириш ҳисобига кенгайтириш, шунингдек капитални жалб қилиш ҳамда корхона, молиявий институтлар ва аҳолининг эркин ресурсларини жойлаштиришдаги муқобил манба сифатида фонд бозорини ривожлантириш; халқаро иқтисодий ҳамкорликни янада ривожлантириш, жумладан, етакчи халқаро ва хорижий молиявий институтлар билан алоқаларни кенгайтириш, пухта ўйланган ташқи қарзлар сиёсатини амалга оширишни давом эттириш, жалб қилинган хорижий инвестиция ва кредитлардан самарали фойдаланиш масалалари ушбу йўналишнинг устувор йўналишлари этиб белгиланган.

Мана шу устувор йўналишларга мос равишда Ўзбекистон Республикасининг бир қатор қонунларига, шу жумладан «Валютани тартибга солиш тўғрисида»ги, «Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тўғрисида»ги ҳамда «Банк ва банклар фаолияти тўғрисида»ги қонунларини қайта кўриб чиқиш ва уни янги тахрирда қабул қилиш бўйича ишлар олиб борилмоқда. Валюта сиёсати ва муносабатларини тартибга солиш ва назорат қилиш масалаларида асосий қонун ҳисобланган «Валютани тартибга солиш тўғрисида»ги қонуннинг янги тахририни ишлаб чиқишда муаллиф томонидан бир қатор таклифлар билдирилган ва улар ушбу қонун лойиҳасида инobatта олинган (Ўз.Р. Марказий банкнинг 2018 йил 10 августдаги №11-09/231-сонли маълумотномаси).

Хусусан, ушбу қонун лойиҳасида валютани тартибга солиш бўйича асосий тушунчаларнинг мазмун ва моҳиятини янада кенгрок очиб бериш, валютани тартибга солиш ва валюта назоратига оид тамойилларни киритиш, валюта операцияларини амалга ошириш бўйича валюта чекловларини қўллаш ҳуқуқи, резидентлар ва норезидентлар ўртасидаги валюта операцияларини аниқлаштириш, валюта курсини ўрнатиш каби масалалар юзасидан таклифлар билдирилган.

Валюта сиёсати методологияси ҳуқуқий асосларининг кейинги муҳим элементлари бу Ўзбекистон Республикаси Президенти Фармонлари, Қарорлари ва Фармойишлари ҳамда Вазирлар Маҳкамасининг Қарор ва Фармойишларидир. Ушбу ҳуқуқий-меъёрий ҳужжатлар валюта сиёсати ва валюта муносабатларини тартибга солиш ва назорат қилишда ниҳоятда муҳим аҳамият касб этади.

Тахлилларимиз шуни кўрсатдики, сўнгги даврларда (2002 йилдан 2016 йилгача бўлган даврлар) валюта сиёсатини такомиллаштиришга қаратилган Президент Фармонлари ва Қарорлари ўзига хос «турғунлик» даврини бошдан кечирган. Бошқача айтганда, валюта сиёсатини Президент фармонлари орқали тартибга солишнинг 2017 йилгача амал қилган ҳуқуқий асослари 1991-2002 йилларда қабул қилинган фармонлар билан чекланиб қолган.

Худди шундай ҳулосани Президент қарорлари бўйича ҳам чиқариш мумкин. Хусусан, 2005-2016 йиллар давомида (12 йил) валюта сиёсатига дахлдор бирорта муҳим Президент қарори қабул қилинмаган. Ушбу давр ичида фақатгина бир мартаба, яъни 2013 йил 30 январда Ўзбекистон Республикаси Президентининг ПҚ-1914-сонли «Жисмоний шахсларга хорижий валютани сотиш тартибини янада либераллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарори қабул қилиниб, унда резидент жисмоний шахсларга нисбатан ваколатли банклар томонидан хорижий валютани халқаро тўлов карталаридан фойдаланган ҳолда нақдсиз шаклда сотиш механизмига (мураккаб ва самараси паст механизм) ўтиш билан қифояланган.

Ушбу механизм хорижий валютани сотиб олишнинг қуйидаги тартибини белгилаб берди: фуқаро (резидент жисмоний шахс) тегишли ваколатли банкка шахсини тасдиқловчи ҳужжат билан мурожаат этиб, тегишли халқаро конверсион тўлов картасини очади (2-3 ҳафта давомида); Халқаро конверсион тўлов картасига валюта сотиб олиш учун эса миллий валютадаги шахсий пластик банк картасини очади (3-5 кун давомида); мутасадди банк ходими шахсий пластик банк картасида миллий валютадаги пул маблағлари етарли эканлигини текширгач (агар етарли маблағ бўлмаса, унга нақд пулда маблағ киритиш сўралади), харид қилинаётган хорижий валютани (сиз сўраган миқдорда эмас, балки банк раҳбари айтган миқдорда) операция амалга ошириладиган кундаги курс бўйича халқаро конверсион тўлов картага ўтказиши ва тегишли шаклдаги маълумотнома тақдим этади.

Мазкур механизм ўз аҳамиятига кўра, нақд хорижий валютани харид қилиш амалиётини йўққа чиқарди ва ўша даврдан бошлаб то ҳозирги кунгача ушбу масала шу соҳадаги энг долзарб муаммолардан бири сифатида ўз ечимига эга бўлмай келмоқда. Ушбу муаммо ўзи билан бошқа занжирли муаммоларни юзага келтириб чиқаришига сабаб бўлмоқда. Мисол учун, коррупцияга мойиллик туғдирмоқда. Фикримизча, нақд хорижий валютани сотиш механизмини ҳам қайта кўриб чиқиш ва уни амалиётга жорий қилиш мақсадга мувофиқдир.

2018 йил март ойигача амалдаги конверсион операцияларнинг яна бир муҳим камчилиги шунда эдики, жисмоний шахслар ўзларида мавжуд бўлган иш ҳақи тушириладиган сўм пластик карталаридан валюта харид қилиб ололмас эдилар. Бошқача айтганда, жисмоний шахснинг иш ҳақи тушириб бериладиган сўм пластик карточкасидан валюта харид қилишнинг ҳуқуқий асослари чекланган эди. Ушбу чекловнинг амал қилганлиги биринчидан, фуқароларнинг миллий валютадаги шахсий пластик банк карталари сонини субъектив тарзда оширилишига; иккинчидан, банк карталарини тайёрлаш

билан боғлиқ сарф-харажатларнинг ортишига; учинчидан, муайян вақтнинг йўқотилишига (қамида бир ҳафта); тўртинчидан, тезкор хизмат кўрсатиш сифатининг пасайишига салбий таъсирини кўрсатди.

Тадқиқот жараёнида аниқланган мана шундай муаммоларнинг олдини олиш мақсадида бир қатор таклифлар ишлаб чиқилиб, уларнинг амалиётга жорий қилинганлиги тўғрисида тегишли тижорат банкларининг маълумотномалари олинган. Хусусан, жисмоний шахсларнинг конверсион операциялар бўйича чет эл валютасини сотиш ва сотиб олиш механизмларини янада такомиллаштириш мақсадида: а) чет эл валютасини жисмоний шахсларнинг исталган шахсий депозит ҳисоб рақамларидан, шу жумладан пластик карточкаларидан ҳеч қандай чекловларсиз харид қилишга руҳсат бериш; б) резидент ва порезидент жисмоний шахсларга чет эл валютасини айирбошлаш операцияларида онлайн конвертацияни жорий қилиш тўғрисидаги;

жисмоний шахсларнинг Visa, MasterCard, Union Pay ва бошқа номдаги чет эл валютаси пластик карталаридаги маблағларини мамлакат ички пул айланмасига фаол жалб қилиш ва ундан самарали фойдаланиш мақсадида уларга ушбу турдаги карталардан мамлакатимиздаги мавжуд йирик савдо ва хизмат кўрсатиш марказларида («KorZinka», «Makro», «Poytaxt» ва ҳақ.) онлайн конвертация тарзида эркин харидларни амалга оширишлари учун шарт-шароитларни яратиш тўғрисидаги («Ўзбекистон Саноат-қурилиш банки» акциядорлик тижорат банкининг 2018 йил 30 июлдаги №04-27-666/6326-сонли маълумотномаси);

чакана савдо ва пуллик хизматлар кўрсатиш тизимида қулай тўлов хизматларини янада такомиллаштириш ва ривожлантириш, жумладан нақд ва нақд пулсиз ҳисоб-китоблар тизимини мақбуллаштириш, улар ўртасидаги тафовутларга барҳам бериш, пластик карталар муомаласи билан боғлиқ ҳисоб-китоблар механизмида тўловлар узлуксизлигини таъминлаш; банкхизматлари оммабоплиги ва шаффофлигини янада ошириш ва ривожлантириш, жумладан истеъмолчиларга кўрсатиладиган банк хизматларининг ҳолислигини, турфалилигини, қулай ва тезкорлигини, кам харжлигини, хатарга тортилиш даражасининг пастлигини, рағбатлантирувчи хизматларини такомиллаштириш («Hamkorbank» чет эл капитали механизмидаги акциядорлик тижорат банкининг 2018 йил 1 августдаги №931/15-0202-сонли маълумотномаси);

халқаро ҳисоб-китоблар тизимида рискларни камайтириш ва самарали рақобатлашни мақсадида тижорат банклари операцияларининг барча йўналишларида халқаро ҳисоб-китоблар платформасига турдош ҳисобланган миллий тўлов тизими платформасини жорий қилиш («Kapitalbank» акциядорлик тижорат банкининг 2018 йил 8 августдаги №12/00677-II-сонли маълумотномаси);

юрidik ва жисмоний шахслар учун чет эл валютасидаги сингари корпоратив халқаро пластик тўлов карталари ўрнини боса оладиган рақобатбардош миллий валютадаги халқаро тўлов карталарини жорий қилиш

«Turonbank» акциядорлик тижорат банкининг 2018 йил 9 августдаги №11/04-410-сонли маълумотномаси) каби таклифлар шулар жумласидандир.

Ўтган даврлар давомида сақланган валюта сиёсатидаги муаммолар айрим субъектлар томонидан ушбу фаолиятда ноқонуний ҳатти-ҳаракатларни амалга оширишга ҳам сабаб бўлди. Хусусан, 2001-2005 йилларда солиқ ва валютага оид 52 мингдан ортиқ қонун бузилиш ҳолатлари аниқланган бўлиб, шундан 13530 таси бўйича жиноий ишлар қўзғатилган, 38887 нафар шахслар маъмурий жавобгарликка тортилганлар. Ушбу қонун бузилишларининг 2420 таси айнан хорижий валюта билан боғлиқ қонунбузарликлардир.⁵⁷

Ушбу қонунбузарлик ҳолатларининг юзага келишига асосий сабаблар сифатида банк-молия тизими инфратузилмасининг яхши ривожланмаганлиги, улар томонидан хизмат кўрсатиш сифати ва сарф-ҳаражатларининг такомиллашмаганлиги, иктисодиёт тармоқлари ва соҳаларида ишлаб чиқариш ва хизматлар кўрсатиш тизимининг муайян субъектлар қўлида сақланиб қолганлиги, бозорларнинг бўлиб олиниши, пул маблағларининг банкдан ташқари айланмаси ва коррупция каби омилларнинг салбий оқибатлари таъкидланган.⁵⁸

Мана шундай ҳолатларга барҳам бериш ва қонун бузилиш ҳолатларининг туб негизига етиб бориш, уларни келтириб чиқарадиган шарт-шароитларни чуқур таҳлил қилиш ва ўрганиш, криминоген вазият мониторингини амалга ошириш, молиявий разведканинг замонавий тизимини яратиш, жиноий йўл билан олинган даромадларни легаллаштириш ва терроризмни молиялаштиришга қарши курашиш масалалари бўйича хорижий давлатларнинг ваколатли органлари ҳамда халқаро-ихтисослашган бошқа ташкилотлар билан ўзаро ҳамкорлик қилиш ва ахборотлар айирбошлаш, ушбу соҳада профилактика ишларини олиб боришда ҳуқуқни муҳофаза қилувчи органлар, давлат ҳокимияти ва бошқарув органлари, молия ва банк муассасаларининг ўзаро ҳамкорлик алоқаларини замон талаблари даражасида таъминлаш, аҳоли ва хўжалик субъектлари ўртасида соҳадаги қонун бузилишларининг олдини олиш масалалари бўйича кенг тушунтириш ва профилактика ишларини амалга ошириш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2006 йил 21 апрелдаги «Молия-иктисодий, легаллаштиришга қарши курашишни кучайтириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-331-сонли қарори қабул қилинди.

Мазкур қарорга мувофиқ Ўзбекистон Республикаси Бош прокуратураси ҳузуридаги солиқ ва валютага оид жиноятларга қарши курашиш департаменти Ўзбекистон Республикаси Бош прокуратураси ҳузуридаги солиқ, валютага оид жиноятларга ва жиноий фаолиятдан олинган даромадларни легаллаштиришга қарши курашиш департаментига айлантирилди ва унинг фаолият қўлами жиддий равишда кайта такомиллаштирилди. Айни вақтда мазкур Департаментнинг фаолияти кайта

⁵⁷ Қаранг: Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2006 йил 21 апрелдаги ПҚ-331-сонли қарори.
⁵⁸ Ушбу ерда.

ташқил этилиб, унинг функция ва вазифалари бугунги кун талабларидан келиб чиққан ҳолда такомиллаштирилмоқда.⁵⁹

Валюта сиёсати бўйича қабул қилинаётган Президент Фармонлари ва Қарорларининг амалиётда ижрога қабул қилиш ва унинг ижросини таъминлаш юзасидан қабул қилинадиган Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг қарорлари ҳам мазкур ҳуқуқий асосларнинг муҳим таркибий элементлари ҳисобланади.

Мамлакатда кичик бизнес, хусусий тадбиркорлик субъектлари ва фермер хўжалиқларининг экспорт салоҳиятини янада кенгайтириш, уларга замонавий, чет эл бозорларида рақобатдош маҳсулот ишлаб чиқаришни қўпайтиришда ва уни экспортга чиқаришда зарур ҳуқуқий, молиявий ва ташкилий ёрдам кўрсатиш, мамлакатимизнинг экспорт қилувчи тадбиркорларини ташқи бозор конъюктураси ўзгаришлари хавф-хатарларидан ишончли ҳимоя қилишни таъминлаш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2013 йил 21 октябрдаги 285-сонли «Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг «Биржадан ташқари валюта бозорини янада ривожлантириш ва мустаҳкамлаш чора-тадбирлари тўғрисида» 2000 йил 29 июндаги 245-сонли қарорига ўзгартиришлар киритиш ҳақида»ги қарори қабул қилинди.

Мазкур қарорга мувофиқ гашки савдо операцияларини амалга оширишда экспорт операциялари бўйича тушум тушини ёки уларни қайта олиб киришнинг катъий муддатлари ва ушбу белгиланган муддатлар ўтганда уларга молиявий санкциялар қўллаш тартиботлари такомиллаштирилди. Хусусан, илгари амал қилган тартибот бўйича юридик шахслар резидентлар валюта тушумларини таъминлаш муддатларини ўтказиб юборганларида улар келиб тушмаган сумманинг 100 фоизи миқдориде жаримага тортилган бўлса, эндиликда ушбу шахслар экспорт операцияларининг тонфасига (марказлаштирилган ёки марказлаштирилмаган), валюта тушумларининг келиб тушмаслик даврига ва жарима миқдорларига кўра табақалаштирилган тартибда амал қилишлари белгилаб қўйилди.⁶⁰

Ўзбекистон Республикаси Жисмоний тарбия ва спорт вазирлиги ҳузуридаги Жисмоний тарбия ва спортни ривожлантириш жамғармасининг валюта маблағларини жалб этган ҳолда болалар спортни учун маҳсулотлар ишлаб чиқарувчи корхоналарни янгида қуриш, реконструкция ва модернизация қилиш бўйича амалга ошириладиган лойиҳаларни тижорат банклари томонидан кредитлаш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2014 йил 5 майдаги «Ўзбекистон Республикаси Жисмоний тарбия ва спорт вазирлиги ҳузуридаги Жисмоний тарбия ва спортни ривожлантириш жамғармасининг валюта маблағларини жалб этган спортни ривожлантириш ва модернизация қилиш чора-тадбирлари тўғрисида»ги янада ривожлантириш ва модернизация қилиш чора-тадбирлари тўғрисида»ги 114-сонли қарори қабул қилинган.

⁵⁹ Қаранг: Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 23 майдаги ПФ-5446-сонли Фармони.
⁶⁰ Қаранг: Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2017 йил 14 декабрдаги 984-сонли қарори.

Мазкур қарор Жамғарма валюта маблағларидан оқилона фойдаланишга қаратилганлиги билан эътиборга лойиқдир. Аммо Жамғарма валюта маблағларининг шаклланиш самарасига салбий таъсир этмаслиги лозим. Юқоридаги қарорнинг иловаси билан тасдиқланган Низом⁶¹ талабларига мувофиқ, бизнинг назаримизда, Жамғарма ва ваколатли банклар ўртасида жамғарма кредит линияларидан фойдаланиш амалиётида муаммоли вазият мавжуд. Мазкур низомнинг 24-бандида ваколатли банк Жамғарма кредит линияси маблағларини миллий валютада, тўлов кундаги Ўзбекистон Республикаси Марказий банки курси бўйича, уларнинг қарз олувчилар томонидан амалда қайтарилишидан қатъи назар, кредит шартномасида назарда тутилган муддатларда Жамғарманинг махсус ғазначилик шахсий ҳисоб рақамига ўтказилган фойзаларни ҳисобга олган ҳолда қайтариши белгиланган.

Фикримизча, Жамғарма валюта маблағларининг шаклланиш самарадорлигини сақлаб қолиш мақсадида ваколатли тижорат банклари томонидан Жамғарма маблағларининг асосий қарзини чет эл валютасида қайтарилиши мақсадга мувофиқдир. Ҳозирги вақтда амал қилаётган тартиб бир ёклама тарзда кўпроқ тижорат банклари фойдасига ишламоқда.

Мамлакатда экспорт салоҳиятидан янада тўлик ва самарали фойдаланиш, жаҳон бозорларини маркетинг жиҳатдан чуқур тадқиқ қилиш асосида ташқи бозорларда харидорғир бўлган рақобатбардош янги ва қайта ишланган мева-сабзавот маҳсулотларини экспортга етказиб бериш ҳажмлари ва турларини кўпайтириш, шунингдек маҳсулотларни экспортга чиқаришнинг замонавий талабларга мос савдо-логистика инфратузилмасини жадал ривожлантириш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2016 йил 7 апрелдаги «Янги ва қайта ишланган мева-сабзавот маҳсулотларини экспорт қилувчи итхисослаштирилган «Ўзагроэксपोर्ट» ташқи савдо компаниясини ташкил этиш тўғрисида»ги ПҚ-2515-сонли қарори қабул қилинди.

Ушбу қарорга кўра, 2016 йилнинг 1 майдан бошлаб ташкилий-ҳуқуқий шакли ва идоравий мансублигидан қатъий назар, экспорт қилувчи қорхона ва ташкилотлар, шу жумладан микрофирмалар, кичик қорхоналар, фермер ва деҳқон хўжаликлари янги мева-сабзавот маҳсулотлари, узум ва поллиз экинларини экспорт қилишдан тушадиган валютанинг 50 фоизини белгиланган тартибда мажбурий сотиш белгиланди. Аммо кўп вақт ўтмай Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2016 йил 19 сентябрдаги ПҚ-2603-сонли қарори билан мамлакат экспорт салоҳиятини кенгайтириш, ташқи бозорларда талаб юқори бўлган мева-сабзавот, узум ва поллиз маҳсулотларини экспортга етказиб бериш ҳажмларини кўпайтириш ва турларини кенгайтириш мақсадида ушбу талаб бекор қилинди⁶².

⁶¹ Қаранг: Ўзбекистон Республикаси Жисмоний тарбия ва спорт вазирлиги ҳузуридаги Жисмоний тарбия ва спортни ривожлантириш жамғармасининг валюта маблағларини жалб этган ҳолда болалар спортини учун маҳсулотлар ишлаб чиқарувчи қорхоналарни янгидан қуриш, реконструкция ва модернизация қилиш бўйича амалга ошириладиган лойиҳаларни тижорат банклари томонидан кредитлаш тартиби тўғрисидаги Низом. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2014 йил 5 майдаги №14-сонли қарори иловаси.

⁶² Қаранг: Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2016 йил 19 сентябрдаги ПҚ-2603-сонли қарори.

Ушбу талаб бекор қилиниши билан бирга 2016 йил 20 сентябрдан бошлаб хўл мева-сабзавот маҳсулотларини экспорт қилиш экспортёрлар томонидан ортиб жўнатилаётган маҳсулот қийматининг 100 фоизи олдидан хорижий валютада тўланган ҳақини олганида тўғридан-тўғри шартномалар бўйича амалга оширилиши, «Ўзагроэксपोर्ट» АЖ тизими орқали экспорт операциялари юқлаб жўнатиладиган маҳсулот қийматининг камида 30 фоизини олдидан тўлаш шартларида амалга оширилиши, қолган қисми учун эса тасдиқланган банк аккредитивининг очилиши ёхуд биринчи классли хорижий банк қафолати расмийлаштирилиши белгиланди.

Шунингдек, ташқи иқтисодий фаолиятни янада либераллаштириш, экспорт қилинадиган янги мева-сабзавот маҳсулотлари, узум, поллиз, дуккакли экинлар, шунингдек, қурилиш маҳсулотлари ва мева-сабзавот ва мева-сабзавот маҳсулотларининг жаҳон бозорларида кўпайтириш ва турларини кенгайтириш учун қулай шарт-шароит яратиш, маҳаллий мева-сабзавот маҳсулотларининг жаҳон бозорларида рақобатбардошлигини ошириш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 6 ноябрдаги ПҚ-3377-сонли Фармони қабул қилинди. Ушбу Фармонга мувофиқ хўжалик юритувчи субъектларга экспорт контракти (шартномаси) тузмасдан қуйидаги шартларга риоя қилган ҳолда ишвойс асосида мева-сабзавот маҳсулотларининг экспортини амалга ошириш ҳуқуқи берилди: а) етказиб бериш суммаси экспорт божхона декларациясини расмийлаштириш кунда 20 минг АҚШ доллари эквивалентидан ошмаслиги; б) Ўзбекистон Республикасининг ваколатли тижорат банкларидagi хисобварақларга Ўзбекистон Республикаси норезидентларидан хорижий валютада, шу жумладан банк ўтказмалари, халқаро банк карталари орқали тўловлар, шунингдек, тижорат банкларининг айирбошлаш шохобчаларида солиб олинган миллий валютадаги нақд пул маблағларини киритиш шаклида 100 фоизлик олдидан тўлов олиш.

Фикримизча, хўжалик субъектларининг валюта операцияларини амалга ошириш билан боғлиқ ушбу механизмни баъзи хизматлар соҳасига, хусусан транспорт, туризм, умум овқатланиш, меҳмонхона, шопнинг, кўнгли оғир ва бошқа хизматлар соҳасига ҳам тадбиқ этиш мақсадга мувофиқдир.

Валюта сиёсати ва муносабатларини тартибга солишнинг бозор механизмларини жорий қилиш, республика экспорт салоҳиятини оширишни рағбатлантириш, тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни фаол жалб қилиш, маҳаллий ишлаб чиқарувчиларнинг ташқи ва ички бозордаги рақобатдошлигини ошириш, мамлакатимизда инвестиция ва ишбилармонлик муҳитини яхшилаш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 2 сентябрдаги «Валюта сиёсатини либераллаштириш бўйича биринчи навбатдаги чора-тадбирлар тўғрисида»ги ПФ-5177-сонли фармони ушбу йўналишдаги устувор вазифаларнинг изчиллигини оширишга замин яратди.

Мазкур Фармон ўз моҳияти ва аҳамиятига кўра, валюта бозорини либераллаштиришнинг янги сифат босқичини белгилаб берди. Хусусан, резидент юридик шахслар жорий халқаро операциялар бўйича тўловларни

амалга ошириш учун тижорат банкларида чет эл валютасини чекловсиз сотиб олишлари, резидент жисмоний шахслар чет эл валютасини тижорат банкларининг валюта айирбошлаш шохобчаларига эркин сотишни ва конверсион бўлимларида сотиб олинган маблағларни халқаро тўлов карталарига ўтказиш бўйича амалдаги тартибга асосан сотиб олиши ва чет элда ҳеч қандай чекловларсиз ишлатиши, истеъмол товарлари импорти билан шуғулланувчи юридик шахс ташкил этмасдан фаолият кўрсатувчи якка тартибдаги тадбиркорларга чет эл валютасини жисмоний шахслар учун ўрнатилган тартибда, банклардаги хисобварақлар орқали сотиб олишга, чет эл валютасида даромад олувчи юридик шахс ташкил этмасдан фаолият кўрсатувчи якка тартибдаги тадбиркорлар, шунингдек, фермер хўжаликлари ўз банк хисобварақларидаги чет эл валютасини нақд кўринишида олишларига рухсат берилди. Шунингдек, мулкчилик шаклидан қатъи назар, барча экспортчи корхоналарнинг чет эл валютасидаги тушумини мажбурий сотиш бўйича талаб бекор қилинди.

Бундан ташқари, мазкур фармон тижорат банкларига хорижий валютада кредитлар бериш ва уларни ундириш шартларини ўз кредит сиёсатларидан келиб чиққан ҳолда томонларнинг ўзаро келишувига асосан мустақил белгилашга, банкларнинг хорижий валюта олди-сотдиси билан боғлиқ операциялар бўйича таваккалчиликлари тадбиркорлик таваккалчилиги ҳисобланиши ва уларни бошқариш тижорат банкнинг мутлак ваколатига кириши, хорижий валюта олди-сотдиси бўйича комиссия воситачилик ҳақи миқдори тижорат банки томонидан мустақил белгиланишига ҳуқуқий асос яратди. Шунингдек, тижорат банкларига хорижий валютада операцияларни амалга ошириш бўйича лицензия бериш амалиёти бекор қилинди, яъни тижорат банкларининг хорижий валюта билан операциялари банк фаолиятини амалга ошириш ҳуқуқини берувчи лицензия асосида амалга оширилиши белгиланди.

Банк тизимидаги мавжуд пул-кредит сиёсати инструментларининг такомиллашмаганлиги, валюта операциялари трансмиссион канали механизмларининг ривожланмаганлиги, Марказий банк ва тижорат банклари амалиётида риск-менежменти бўйича самарали тизимнинг йўлга қўйилмаганлиги, тижорат банклари мустақиллигининг етарли даражада таъминланмаганлиги, банклар фаолиятига маъмурий аралашувнинг юқорилиги, айниқса банклар томонидан ўз фаолиятига хос бўлмаган вазифалар билан шуғулланиши банк тизимининг таъсирчан имкониятларини чеклашга сабаб бўлаётгани.

Банк тизими фаолиятига маъмурий омилининг салбий таъсири бартараф этиш, пул-кредит сиёсати, умуман банк тизимининг барқарор фаолият кўрсатиши устидан самарали назоратни жорий қилиш ва Марказий банк фаолиятини янада такомиллаштириш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 9 январда «Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг фаолиятини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ5296-сонли фармони қабул қилинди.

Мазкур фармонга мувофиқ нархлар барқарорлиги, банк тизими барқарорлиги ва ривожланиши ҳамда тўлов тизими барқарорлиги ва ривожланиши Марказий банк фаолиятининг стратегик мақсадини йўналишлари деб ҳисобланди. Унинг асосий устувор йўналишлари сифатида: инфляция таргетлашнинг принцип ва механизмларини босқичма-босқич тадбиқ қилиш, пул-кредит сиёсати ва унинг инструментларини тубдан такомиллаштириш, пул-кредит соҳасида амалга оширилаётган сиёсат ва чораларнинг шаффофлигини ошириш; статистик, тахлилий ва тадқиқотлар базасини ривожлантириш; банк тизимини тартибга солиш ва назорат қилиш, шу жумладан, тижорат банклар таваккалчилигини бошқариш ва баҳолаш тизимини такомиллаштириш, тадбиркорлик субъектлари ва аҳолининг банк тизимига бўлган институционал ҳамкор сифатидаги ишончини мустаҳкамлаш, тўлов тизимини янада ривожлантириш, шу жумладан реал вақт режимида тезкорлик билан ҳисоб рақамларини бошқариш ва банк операцияларини ўтказиш имконини берувчи масофадан банк хизматлари кўрсатган ҳолда тижорат банкларининг самарали ахборот алмашинуви тизимини ташкил этиш, банк хизматлари истеъмолчилари ҳуқуқи ва қонуний манфаатлари ҳимоясини таъминлаш, аҳоли ва тадбиркорлик субъектларига молиявий очикликни ва уларнинг саводхонлик даражасини ошириш каби йўналишлар белгиланди.

Шунингдек, Марказий банк Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 12 сентябрдаги ПҚ-3270-сон «Республика банк тизимини янада ривожлантириш ва барқарорлигини ошириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ва 2017 йил 13 сентябрдаги ПҚ-3272-сон «Пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарорларига мувофиқ 2017-2021 йилларда илғор банк амалиёти асосида банк-молия тизимини янада ривожлантириш чора-тадбирлари комплекси ҳамда 2017-2021 йилларда пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш ҳамда инфляциявий таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш чора-тадбирлари комплексида кўзда тутилган вазифаларни ўз вақтида ва сифатли бажарилиши юзасидан масъул эканлиги белгиланди.

Юқорида қайд этилган ҳуқуқий асослардаги муаммо ва камчиликларни ўз вақтида бартараф этиш, такомиллашган шаклда ишлаб чиқилган ва қабул қилинган қонуний асослари ва қонун ости ҳуқуқий-меъёрий ҳужжатларни самарали ижросини таъминлаш, шубҳасиз, банк тизимининг ўрта ва узок муддатли истиқболда замонавий талаблар асосида фаолият кўрсатишига ҳамда ривожланишига ўзининг ижобий таъсирини кўрсатади.

Биринчи боб бўйича ҳулосалар

1. Илк маротаба валюта сиёсати методологиясига оид назарий қарашлар яхлит тизим сифатида тадқиқ этилиб, унинг концептуал асослари ишлаб чиқилди. Хусусан, валюта сиёсати методологияси ўз ичига валюта сиёсатининг концепциясини, мақсад ва вазифаларини, функция ва тамойилларини, фаолият соҳасининг устувор йўналишларини ҳамда уларни амалга оширишнинг стратегия ва тактикасини қамраб олган «Пул

харитасига» эга бўлиши зарурлиги ёритиб берилди. Валюта сиёсати методологияси тушунчасига илмий ёндашув ишлаб чиқилди. Валюта сиёсати методологиясининг восита ва инструментлари тизимли равишда таҳлил қилиниб, унда «коммуникация» воситасининг ўрни ва аҳамияти энг муҳим омил сифатида роль ўйнаши асослаб берилди.

2. Иқтисодчилар томонидан валюта сиёсати ва макроиктисодий ривожланиш ўртасидаги алоқаларни ўрганишда турли хил назарий ёндашувларга асосланилган. Хусусан, J.Keynes ушбу алоқаларни бошқариладиган валюта курси режими нуктаи назаридан асослашга ҳаракат қилган бўлса, T.Swan қатъий валюта курси режими нуктаи назаридан ўрганган. Fridman эркин валюта курси режими шароитида ўз қарашларини асослашга ҳаракат қилган бўлса, Muchlup номинал айирбошлаш курсини самарали тартибга солиш орқали макроиктисодий мувозанатга таъсир этиш мумкинлиги тўғрисида ўз қарашларини баён қилган. Валюта сиёсатининг макроиктисодий ривожланишга бўлган таъсирини экспорт ва импорт эластиклиги нуктаи назаридан очиб берган назарий таълимотлардан бири Маршалл-Лернер шартидир. Мазкур шарт экспорт ва импорт эластиклик коэффициентларининг йиғиндисини 1 коэффициентдан катта бўлишини таъкидлайди. Ушбу эластиклик кўрсаткичи йиғиндисининг бирдан кичик бўлиши, девальвация воситасининг самарасиз эканлигидан дарак бериши таъкидланади.

3. Айни вақтгача Ўзбекистоннинг валюта сиёсати ва макроиктисодий ривожланиши ўртасидаги алоқалар ўзининг мукамал даражадаги илмий концепциясига эга эмас. Ушбу йўналишда олиб борилган ишлар асосан қисқа муддатли чора-тадбирлар тизими билан мувофиқлаштириб келинган. Валюта сиёсати назариясига бағишланган фундаментал тадқиқотларга етарлича эътибор қаратилмаган. Натигада валюта сиёсати ва макроиктисодий ривожланиш ўртасидаги алоқа боғланишлар бир қатор турғунлик, оксокланишлар, узулишлар ва тебранишларга сабаб бўлди. Гарчи валюта сиёсатининг макроиктисодий ривожланишга таъсирини ўрганиш ва баҳолашда концептуал ёндашувлар ишлаб чиқилмаган бўлсада, уни амалга ошириш билан боғлиқ чора-тадбирлар йўналишида айрим назарий таълимотлардан, жумладан J.Keynes, M.Fridman каби етук олимларнинг макроиктисодий мувозанат ва монетар назариялар таълимотларидан қисман фойдаланилган.

4. Валюта сиёсати ва макроиктисодий ривожланиш ўртасидаги алоқалар таҳлил қилинган назарий моделлар орасида Ўзбекистоннинг ҳозирги ва яқин келажакдаги амалга оширилиши режалаштирилган валюта сиёсати ва макроиктисодий ривожланиш ўртасидаги ўзаро алоқадорликни ривожлантиришга ҳисса қўшадиган ва таъсирчан модель бу Манделл-Флеминг моделидир. Ушбу модель валюта сиёсати ва макроиктисодий ривожланиш ўртасидаги алоқа боғланишларни турли хил валюта курси режимлари шароитида, очик ва ёпиқ иқтисодиёт нуктаи назаридан, пул-кредит ва солиқ-бюджет сиёсати инструментларини самарали қўллаш нуктаи

назаридан муҳим аҳамиятга эга. Мазкур модель қўллаб ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар амалиётида кенг фойдаланилганлиги билан ҳам муҳим назарий ва амалий аҳамият касб этади. Шу боис, ушбу модель ёндашувларидан валюта сиёсати ва макроиктисодий ривожланиш ўртасидаги алоқа боғланишларининг умумий концепциясини ишлаб чиқиш, ташкил этиш ва уни амалга оширишда ижодий фойдаланиш мумкин.

5. Валюта сиёсати ва макроиктисодий ривожланиш ўртасидаги алоқалар нафақат шу йўналишда танланган назарий таълимотга, унинг усул ва воситаларига, шу билан бирга макроиктисодиётнинг бошқа секторлари бўйича танланган назарий таълимотлар, уларнинг усул ва воситаларига ҳам боғлиқ бўлади. Айнан мана шундай назарий таълимотларнинг бир-бирига мос келиши (уйғунлиги), уларда қўлланиладиган усул ва воситаларнинг тўғри танланиши мамлакатнинг ички ва ташқи макроиктисодий мувозанатга эришиш кафолати бўлиб хизмат қилиши мумкин.

6. Юқорида амалга оширилган статистик макроиктисодий мувозанатнинг таҳлиллари шуни кўрсатмоқдаки, мамлакатда умумий макроиктисодий мувозанатга эришилаётган бўлсада, аммо унинг пасайиш тенденцияси кузатишмоқда. Бундай тенденциянинг юзага келишига асосий сабаблардан бири мазкур макроиктисодий секторлар ўртасидаги алоқадорликни тартибга солиб турадиган усул ва воситаларнинг бозор механизми таъсирида ишламаётганлиги, бир-бирини ўз вақтида қўллаб-қувватламаётганлиги, улар ўртасидаги алоқаларда маъмурий тўсик ва ғовларнинг сақланиб қолаётганлиги, зарур ижтимоий-иқтисодий инфратузилмаларнинг етарли эмаслиги ҳамда яратилаётган маҳсулотлар (ишлар, хизматлар) рақобатбардошлигининг пасайиб кетаётганлигидир. Агар мана шундай тўсик ва ғовлар ўз вақтида бартараф этилмаса, макроиктисодиёт секторлари фаолиятини тартибга солишдаги усул ва воситалар такомиллаштирилмаса, биз биргина валюта сиёсатини эркинлаштириш ёки уни ислох қилиш билан ҳеч қандай натижаларга эриша олмаймиз. Шу боисдан, валюта сиёсатининг истикболдаги самараси энг аввало мамлакат иқтисодиётининг модернизацияланиш салоҳиятига, унинг sanoatlashuv даражасига, ундаги тайёр рақобатбардош маҳсулотларнинг жажон истеъмولىдаги салмоғига, пул-кредит ва солиқ-бюджет тизимининг шаффофлиги ва тараккиётига боғлиқдир.

7. Валюта сиёсати методологиясини такомиллаштиришга оид қонунчилик асослари охириги йилларда ўзининг «турғунлик» ҳолатида бўлиб, уларда қайд этилган норма ва талаблар янги давр ўзгаришлари талабларига мос келмаяпти. Хусусан, амалдаги қонунчилик асосларида валюта сиёсати ва валюта муносабатлари билан боғлиқ асосий тушунча ва тамойиллар, валютани тартибга солиш ва валюта назоратига оид ҳуқуқлар, валюта операцияларини амалга ошириш бўйича валюта чекловларини қўллаш ҳуқуқлари, резидентлар ва норезидентлар ўртасидаги валюта операцияларини аниқлаштириш, валюта курсини ўрнатиш каби масалаларда бир қатор муаммолар мавжуд. Ушбу муаммоларни самарали ҳал этиш мақсадида

юқоридаги таҳлил натижаларини инобатга олган ҳолда амалдаги «Валютани тартибга солиш тўғрисида»ги, «Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тўғрисида»ги ҳамда «Банк ва банклар фаолияти тўғрисида»ги қонунларни янги таҳрирда қабул қилиш ҳамда бошқа ҳуқуқий-меъёрий ҳужжатларга тегишли ўзгартиришлар киритиш мақсадга мувофиқдир.

8. Юқорида билдирилган асосий хулоса ва тахлилий фикр-мулоҳазалардан келиб чиққан ҳолда қуйидаги тақлифларни билдириш мумкин: биринчидан, валюта сиёсати методологиясини такомиллаштиришнинг келгуси беш йилликка (2017-2021 йиллар) мўлжалланган концепциясини ва уни амалга оширишнинг «Йўл харитаси»ни ишлаб чиқиш лозим. Ушбу концепция ва «Йўл харитаси»да қуйидаги масалаларга алоҳида эътибор қаратиш лозим: а) эркин валюта курси режимига ўтишнинг аниқ белгиланган чора-тадбирларини ишлаб чиқиш; б) капиталлар ҳаракати билан боғлиқ валюта операциялари бўйича эркин конвертацияни жорий қилиш бўйича аниқ белгиланган чора-тадбирларни ишлаб чиқиш; в) валюта бойликларидан мамлакат ичкарида ва унинг ташқарисида эркин фойдаланиш ҳуқуқини тўлақонли рўёбга чиқариш; г) валюта бозори инфратузилмасини ривожлантириш ва такомиллаштириш бўйича чора-тадбирларни кучайтириш; д) пул-кредит ва валюта сиёсати инструментларининг ўзаро таъсирчан механизмларини йўлга қўйиш чора-тадбирларини белгилаш; е) аҳоли ва хўжалик субъектларига валюта операцияларига оид имтиёзлар ва преференциялар бериш амалиётини такомиллаштириш; иккинчидан, такомиллаштирилиши режалаштириладиган қонунчилик асосларини халқаро ҳуқуқ меъёрлари ва талабларига мослаштириш, уларни иқтисодиёт тармоқлари ва соҳалари бўйича мувофиқлаштириш ва уйғунлигини таъминлаш; учинчидан, норма ижодкорлигида томонлар манфаатларининг ҳуқуқий паритетига эришишга алоҳида устуворлик бериш.

II БОБ. ВАЛЮТА КУРСИ РЕЖИМЛАРИ ВА ВАЛЮТА КУРСИ МОДЕЛЛАРИДАН ФОЙДАЛАНИШНИНГ ХАЛҚАРО ТАЖРИБАСИ

2.1-§. Валюта курси режимлари, ривожланиш босқичлари ва улардан фойдаланишнинг халқаро тажрибаси

Юқоридаги бобда қайд этиб ўтганимиздек, валюта сиёсати услубиётининг макроиктисодий муносабатларга самарали таъсир кўрсатиши, кўп жihatдан валюта курси режимини оқилона танлаш ва уни ислоҳ қилиш (босқичма-босқич эркинлаштириш) чора-тадбирларига боғлиқдир.

Валюта курси режимини оқилона танлаш нафақат ички муносабатларга, шу билан бирга ташқи муносабатлар учун ҳам энг муҳим масалалардан ҳисобланади. Айниқса ушбу омил мамлакатимизнинг асосий савдо ҳамкорлари ҳудудида юритилаётган валюта курси режимига жуда таъсирчан аҳамият касб этади. Ҳар хил ёки бир хил валюта курси режимидан бўлган мамлакатлар ўртасида ташқи савдо алоқаларини олиб бориши ўзига хос афзаллик ва камчиликларга эгаки, бу ўз навбатида, давлатлар ўртасидаги савдо алоқалари ва рақобат муҳитини ривожлантириш масалаларини долзарб вазифага айлантиради.

Масалала шу нуқтаи назардан ёндашганда, мазкур жihat кўпгина мамлакатларда ўз валюта сиёсати методологиясини жаҳон иқтисодий-молиявий конъюктурасида юз бераётган ўзгаришлардан келиб чиққан ҳолда мунтазам мониторинг қилиб боришни ва уни босқичма-босқич эркинлаштириш чора-тадбирларини устувор йўналишлар сифатида белгиламоқда.

Мана шундай ёндашувдан келиб чиққан ҳолда биз ушбу параграфимиз доирасида мамлакатимизда амалга ошириладиган валюта курси режимини масалаларига алоҳида эътибор қаратиб, унинг истикболдаги ҳаракат траекторияси қайси йўналишда бўлиши лозимлиги ҳақида ўз илмий қарашларимизни баён қиламиз.

Валюта курси режимига оид дастлабки назарий қарашлар классик иқтисодчи олим John Meynard Keynes томонидан амалга оширилган. Хусусан, муаллиф валюта тизимидаги олтин стандарт (1821-1914 йй.), олтин-валюта стандарти (1915-1931) ва валюта стандарти (Бреттонвудс, 1944-1976 йй.) босқичларини ўша даврнинг энг йирик марказий банклари ҳисобланган Англия ва АҚШ марказий банклари мисолида талқин қилиб, уларни ўзаро таққослаб, қуйидаги муҳим хулосага келган: «Бошқариладиган валюта курси (Managed floats) катъий белгиланган (Fixed) ёки эркин сузувчи (Free floats) валюта курси режимига нисбатан бир қанча устуворликка эга бўлиб, унинг оқилона бошқариш ҳисобидан валюта курси ва фониз ставкаларининг тебранишларини мўътадиллаштириш ҳамда ишсеизлик муаммосини сезиларли даражада камайитириш мумкин», деб ҳисоблаган⁶³. Бу билан муаллиф ўз тадқиқотида уч турдаги валюта курси режими мавжудлигини эътироф этган.

⁶³ Keynes J.M.A Tract on monetary reform. 1924 pp 5-7.

Ушбу масала юзасидан бошқа бир иктисодчи олим тамомила тескари фикрни билдиради. Хусусан, Robert Mundell ўзининг «Мақбул валюта худуди» деб ном олган назариясида муайян худуддаги мамлакатлар учун ягона валюта, ягона валюта режими ва ягона пул-кредит тизими бўлиши кераклиги тўғрисида фикр билдиради⁶⁴. Айнан муаллифнинг ушбу назариясига мувофиқ 1999 йилда Евро худудида ягона валюта, ягона валюта режими ва ягона пул-кредит тизими жорий қилинган. Аммо бу ерда шунини алоҳида таъкидлаш лозимки, евро худудида бўлган мамлакатлар ўз миллий валюталари курсини Евро ва бошқа мамлакатлар валюталарига нисбатан доимий равишда мониторинг қилиб борадилар. Бу мамлакатларни фавқулодда ҳолатлар ва бошқа сабабларга кўра евро худудидан чиқишда муаммоли вазиятларга тушиб қолмаслик мақсадида амалга оширилади.

Mundellнинг ушбу назариясини кўллаб-қувватловчи иктисодчилар бу ҳақда куйидаги фикр-мулоҳазаларни билдиришади. Хусусан, M.Bordo⁶⁵ (2003) иктисодий интеграция худудда қатъий валюта курси режимининг барқарорлигини таъминловчи муҳим омиллардан бири ҳисобланишини таъкидлайди. Шунингдек, мақбул валюта худуди унга аъзо давлатлар ўртасида савдо алоқаларини ривожлантириш билан бирга ва улар ўртасида ҳар хил қутилмаган молиявий-иктисодий инкирозларни (шокларни) бартараф этишда кўл келиши мумкинлиги таъкидланади (Frankel and Rose)⁶⁶.

Валюта курси режимини танлаш борасида R.Mundell ва M.Fridmanларнинг баҳс-мунозаралари эътиборга лойиқдир. Икки таниқли иктисодчи қатъий ва эркин валюта курси режими назарияси тўғрисида бир-бирига қарама-қарши фикрларни билдиришади. Хусусан, Fridman кўпроқ эркин валюта курси режимини ёқлаб фикр-мулоҳаза билдирса, Mundell эса қатъий валюта курси режимининг устуворликлари ҳақида тўхталади⁶⁷.

Валюта курси режими билан боғлиқ яна бир фундаментал тадқиқот R.Mundell каламига мансубдир. Муаллифнинг валюта курси режими назариясига қўшган муҳим хиссаси шундаки, у «имконсиз учлик» (impossible trinity or trilemma) деб номланган жумбокли назарий қарашни илгари суради. Хусусан, муаллиф ушбу назарияда мамлакатлар иктисодий муносабатларни тартибга солишда ўзига эътибор қилиб, фақат иккитасини бир вақтда танлаш имкониятига эга эканликлари таъкидланади. Ушбу воситалар очик капитал бозори, мустақил пул-кредит сиёсати ва қатъий валюта курси режими билан иборатдир. Ҳар учала иктисодий воситани бир вақтда қўллаб бўлмаслиги, ушбу тадқиқотнинг объекти ва предмети ҳисобланган. Мамлакатлар ўз ижтимоий-иктисодий имкониятлари ва манфаатларига кўра, ушбу учликнинг фақат иккитасини танлаган ҳолда ички ва ташқи

⁶⁴ Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas. The American Economic Review, Vol. 51, No. 4 (Sep., 1961), pp. 657-665 (<http://www.jstor.org/stable/1812792>).

⁶⁵ Bordo M. Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective. NBER Working Paper No. 9654, 2003.

⁶⁶ Frankel J., Rose A. An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income. The Quarterly Journal of Economics, vol. 117, issue 2, 2002, p. 437-466.

⁶⁷ One world, one money. Robert Mundell and Milton Friedman debate the virtues—or not—of fixed exchange rates, gold, and a world currency. Policy options, May 2001 (<http://policyoptions.npp.org/magazines/one-world-one-money/mundell-and-friedman-four-key-disagreements/>).

муносабатларни амалга оширмоқдалар. Айни вақтда Ўзбекистонда қатъий валюта курси режими ва қатъий пул-кредит сиёсати воситалари амалиёти амал қилмоқда. Аммо ушбу амалиётни узок муддатли истиқболда очик капитал бозори ва мустақил пул-кредит сиёсати амалиёти билан алмаштириш мақсадга мувофиқдир.

Мазкур назарий қарашнинг тарихий омили сифатида олтин стандарт тизимини келтириб ўтиш мумкин. Олтин стандарт тизими даврида очик капитал бозори ва қатъий валюта курси режими воситаларининг танланиши жуда самарали ҳисобланган. Урушлар сабабли ушбу тизим ўзининг ахамиятини йўқотди. Унинг ўрнига пул-кредит воситаси муҳим омилга айланди. Пул-кредит воситаси орқали ишсизлик муаммоларини ҳал этишга асосий эътибор қаратила бошланди. Бреттонвуде валюта тизимига асос солиниши билан қатъий валюта курси ва пул-кредит воситалари жуфтлиги мамлакат иктисодиётини ҳаракатлантирувчи куч сифатида эътиборга олинди. Капиталлар ҳаракати каттик назорат остига олинди (Frankel 1999).

Юқоридаги фикр-мулоҳазалардан келиб чиққан ҳолда валюта курси режими тадрижий (эволюцион) ривожланиш босқичларини бир нечта даврларга бўлиш мумкин (5-иловага қараган).

5-иловадаги маълумотлардан кўриниб турибдики, валюта курси режими билан боғлиқ эволюцион ривожланиш босқичлари бир қатор циклик тебранишлар даврига, яъни қатъий курс режимидан (1867-1922 йй.) эркин курс режимига ўтиш (1922-1934 йй.), эркин курс режимидан (1934-1944 йй.) қатъий курс режимига қайтиш (1944-1978 йй.), қатъий курс режимидан (1978 й.-х.в.) аралаш (ҳам эркин, ҳам қатъий) курс режимига ўтиш каби циклик тебранишларга эга.

Умуман олганда, валюта курси режими асосан иккита: қатъий ва эркин валюта курси режимидан иборат бўлиб, унинг негизида валюта курси тебранишининг йўналишига қараб бир нечта таснифлар мавжуддир. Бундай таснифлар илк бор 1950 йилда ХВФ томонидан амалиётга киритилган (Бреттонвуде валюта тизими даврида). Ўша давр хусусиятларидан келиб чиққан ҳолда, дастлаб 15 турдаги режим ости таснифлар амал қилган (6-иловага қараган).

Мазкур 5-илова маълумотларидан кўриниб турибдики, ҳар ўн йиллик давр оралиғида (лагда) курс режимлари кескин ўзгаришларга сабаб бўлган. Жумладан, 1970-1979 йилларда респондент мамлакатларнинг 84,8 фоизи асосан қатъий валюта курси режими таъсиридаги таснифларга, 11 фоизи оралик боғлиқликдаги ва 4,3 фоизи эркин (сузувчи) курс режими таснифларида бўлган бўлса, 1990-1999 йилларга келиб ушбу тенденция кескин ўзгариб, мос равишда 46,6, 26,4 ва 27 фоизни ташкил этган. Мазкур ўзгаришлар асосан куйидаги режим остидаги таснифлар тақрибидан юз берган: 1970-1979 йилларда қатъий боғлиқлик режими остидаги «*Битта валютага боғлиқлик*» таснифига 61,2 фоиз респондент мамлакатлар тўғри келган бўлса, 1990-1999 йилларда ушбу кўрсаткич 13,9 фоизни ёки 3,8 баробарга камайган. Шунга мос равишда «*интервенциясиз сузувчи*» ва «*таснифланмаган сузувчи*»

валюта алмашув курсида хаддан зиёд бир томонлама ёндашув (самарасиз интервенция, самарасиз девальвация) сиёсатига боғланиб қолганликлари;

• айрим мамлакатларда монетар ва валюта сиёсати инструментларини қўллаш услубиётидаги ўзгаришлар жараёни шулар жумласидандир (Мисол учун, Хитой 2014 йил 14 июндан бошлаб юаннинг фунт стерлинга бўлган ўртача курсини аниқлаш усулини ўзгартириб, уни валюта бозори маркет мейкрларининг ушбу валютага бўлган кунлик ўртача квоталар ҳажмидан келиб чиққан ҳолда аниқлаш амалиётига ўтган. Илгари ушбу амалиёт Хитой валюта бозори тизимидаги юаннинг АҚШ долларига ва АҚШ долларининг фунт стерлинга бўлган кросс-курсидан келиб чиққан ҳолда аниқланган).

Айни вақтда эса Халқаро Валюта Фонди (2014) томонидан валюта курси режимининг куйидаги 10 та таснифи амал қилаётганлиги кайд этилган⁶⁸. Улар: мустақил (миллий) тўлов тизимига эга бўлмаган (Exchange arrangement with no separate legal tender); Валюта кенгаши (Currency board arrangement); Бирор чет эл валютасига қатъий боғланган валюта курси (Conventional peg); Горизонтал тавсифга эга бўлган юқори ва куйи чегаралар таъсиридаги қатъий белгиланган курс (Pegged exchange rate within horizontal bands; паритетга нисбатан +1% тебраниш); Барқарорлаштирилган курс (Stabilized arrangement; паритетга нисбатан +2% тебраниш, олти ой давомида амал қилувчи); Тебранувчан (Crawling peg) курс - мавсумий тузатишларга ўта мойил; Тебранувчанга ўхшаш курс (Crawl-like arrangement; номинал курсга нисбатан +2% тебранишда); Сузувчи курс (Floating rate) - талаб ва таклифга асосланган курс, аммо монетар органнинг курс барқарорлигини сақлашга бўлган аралашуви тез-тез сакланган бўлади; Эркин сузувчи курс (Free floating rate) - талаб ва таклифга асосланган курс, аммо монетар органнинг курс барқарорлигини сақлашга бўлган аралашуви олти ойда 3 мартадан ошмаслиги лозим; Бошқа бошқариладиган валюта курси (Other managed arrangement) - монетар органнинг курс барқарорлигини сақлашга бўлган аралашуви тез-тез амалга оширилади.

ХВФ томонидан мамлакатлар валюта курси режимларининг шу тарзда таснифланиши бизнинг назаримизда аниқ қатъий (ўзгармас) мезонларга кўра белгиланмаган. Ундаги таснифлар кўпчилик ҳолларда мамлакатлардаги пул-кредит сиёсатида амалга оширилаётган де-факто жараёнлар билан белгиланади⁶⁹. Аммо уларнинг ҳаракат йўналиши тарихан шаклланган икки назарий ёндашувга, яъни қатъий ва эркин валюта курси режими назарияларига мос равишда ҳаракатда бўлади.

Валюта курси режимини танлаш борасидаги ёндашувларда интеграциялашган (худудий интеграция – Евро худуд) ва мустақил пул-кредит сиёсатини юритиш шаклига кўра танланган валюта курси режими муҳим аҳамият касб этади.

Интеграциялашган шаклдаги ёндашув кўпроқ эркин валюта курси режимида мойилликни ифодаласа, мустақил пул-кредит сиёсатини юритиш

⁶⁸ Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. IMF, Washington D.C., October 2014, pp. 68-71.
⁶⁹ Habermeier K., et al. (2009). Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements. IMF Working Paper, WP/09/211.

шаклидаги ёндашув эса қатъий ёки бошқариладиган валюта курси режимини ифодалайди.

Ҳар иккала ҳолатда ҳам давлатлар ўзларининг ўзига хос танлаган ижтимоий-иқтисодий ривожланиш йўлига (очик ёки ёпик иқтисодий сиёсатни юритиш, иқтисодий интеграция ва ҳок.), ташки сиёсатда тутган позициясига (иттифоқчилик, блоklarга қўшилиш ва ҳок.), бир қатор иқтисодий омилларга (пул-кредит, солиқ-бюджет, ташки савдо ва бошқа институционал тизимларининг ривожланганлик даражаси) ҳамда табиий-ресурсларининг салоҳиятига кўра у ёки бу валюта курси режимини танлаш бўйича қарор қабул қилишлари мумкин. Ушбу танлов ўз аҳамиятига кўра, маълум бир даврлар оралиғида яхшиланиш ёки ёмонланиш тенденциясига эга бўлиши мумкин. Яхшиланиш тенденцияси валюта курси режими сиёсатида оид чоратдбирларнинг такомиллашувини (эркинлаштириш жараёнларини) назарда тутса, ёмонланиш тенденцияси (чекловлар жараёнини) унинг аксини ифодалайди.

Валюта курси режимини танлашда валюта курсини шакллантириш масаласи ўта муҳим омиллардан бири ҳисобланади. Шу боис, у билан боғлиқ айрим масалаларга алоҳида тўхталиб ўтишни мақсадга мувофиқ деб ҳисоблаймиз. Маълумки, валюта курсини шакллантиришнинг бир нечта назарий моделлари мавжуд бўлиб, улардан асосийлари монетар модель (Frankel, Mussa, 1976), портфелли модель (McKinnon, Oates, 1966), Дорнбуш модели (Dornbusch, 1976), Манделл-Флеминг модели (Fleming, 1962; Mundell, 1963) ҳамда Микроструктурали модель⁷⁰ (Flood, 1991; Taylor, 1995; Lyons, 1995) ҳисобланади. Айни вақтда биз ўз эътиборимизни ушбу моделларнинг айнан ўзини таҳлил қилишга эмас (мазкур моделларнинг таҳлили билан 2.3-параграфда батафсил танишиш мумкин), балки уларнинг туб замиридаги концепцияларга қаратмоқчимиз. Мазкур моделларнинг асосини харид қобилияти паритети⁷¹ концепцияси ташкил этади. Ушбу концепция илк бор Швециялик иқтисодчи олим Густав Кассель (Cassel, 1922)⁷² томонидан ишлаб чиқилган.

Муаллиф, ушбу концепцияда икки мамлакат ўртасидаги савдо алоқаларида савдо ва носавдо тавсифидаги товар ва хизматлардан ташкил топган истеъмол савати нархларининг таққосланиши натижасида номинал валюта айирбошлаш курсини узок муддатли истикболда прогнозлаш қилиш имконини бериш ҳақида фикр юритади. Дастлаб, ушбу концепция икки мамлакат ўртасидаги айнан бир турдаги товар ва хизматлар нархларини солиштириш орқали (*Ягона нарх қонуни*⁷³ $P_d^i = E_{d/f} \times P_f^i$) (1.5) ифодаланган

⁷⁰ Микроструктурални ўзгаришлар дейилганда валюта бозоридаги иштирокчиларнинг тарқиб, ҳатти-ҳаракати, ўзини тутиши, кутишлар, ахборот билан таъминланганлик ёки таъминланмаган трейдлар ва бошқа агентлар (субъектлар) назарда тутилган.

⁷¹ Харид қобилияти паритети (ХҚП) Purchasing Power Parity (PPP) - ҳар бир мамлакатда нарх-навоини ўзгаришсиз шароитда валюталар харид қобилиятининг тенгшидир.

⁷² Cassel G. Money and foreign exchange after 1914. London. Constable, 1922.
⁷³ Ягона нарх қонуни (Law of one price) муқаммал рақобат шароитида айнан бир хил валютада ифодаланган муайян товарнинг баҳоси турли мамлакатларда бир хил бўлишини назарда тутати.

бўлса, кейинчалик у истеъмол саватидаги бир гуруҳ товар ва хизматлар нархларини солиштириш орқали аниқланган (*Абсолют харид қобилияти паритети*)⁷⁴ $E_{d/f} = P_d/P_f$ (1.6). Бу ерда, P_d^i – мамлакат ичидаги товар нархи; $E_{d/f}$ – валюта курси; P_f^i – мамлакат ташқарисидаги товар нархи.

Абсолют харид қобилиятининг моҳиятига кўра, агар ички нарх ошса, миллий валютанинг харид қобилияти пасайиб, валюта курсининг девальвацияланиши юз беради. Ва аксинча, агар ички нарх пасайса, миллий валютанинг харид қобилияти ошиб, валюта курсининг ревальвацияланишига олиб келади.

Харид қобилияти паритетига асосланган валюта курси (Purchasing Power Parity exchange rate) – бу икки мамлакатдаги бир хил истеъмол савати нархларини бир-бирига тенглаштирадиган курс ҳисобланади. Амалиётда мамлакатлар ўртасида айнан бир хил истеъмол саватини таъминлаш имкониятининг мавжуд эмаслиги, ушбу паритетга асосланган валютани курсини шакллантириш амалиётини йўққа чиқаради. Шу боис, истеъмол саватлари ўртасидаги номуносивликни олдини олиш мақсадида валюта курсини аниқлашда нисбий харид қобилияти паритетидан фойдаланилади.

Нисбий харид қобилияти паритети (НХҚП)га асосланган валюта курси (Relative Purchasing Power Parity exchange rate)нинг моҳияти икки мамлакат ўртасидаги валюта курсларининг ўзгариши улардаги нарх ўзгаришларига нисбатан пропорционал ҳисобланиши билан ифодаланади.

$$E_{d/f}^1 = E_{d/f}^0 \times \frac{P_d^1/P_d^0}{P_f^1/P_f^0} \quad (1.7)$$

Бу ерда: $E_{d/f}^1$ – жорий йилдаги валюта курси; $E_{d/f}^0$ – базис йилдаги валюта курси; P_d^1 – жорий йилдаги ички нарх даражаси (CPI); P_d^0 – базис йилдаги ички нарх даражаси (CPI); P_f^1 – жорий йилдаги ташқи нарх даражаси (CPI); P_f^0 – базис йилдаги ташқи нарх даражаси (CPI).

Агар реал валюта курси муайян вақт оралиғида ўзгармаса, ушбу НХҚП концепцияси ўз мазмунига эга бўлиши мумкин. НХҚПга муқобил тарзда мувозанатли курсни қуйидагича аниқлаш мумкин:

$$\pi_d - \pi_f = \frac{E_{t+1} - E_t}{E_t} \quad (1.8)$$

Бу ерда: π_d – мамлакат ичидаги инфляция даражаси; π_f – мамлакат ташқарисидаги инфляция даражаси; E_{t+1} , E_t – миллий валюта курсининг ўзгаришидаги фарқ, яъни базис ва жорий даврлар ўртасидаги ўзгариш тенденцияси.

НХҚПга асосланган валюта курсининг эркин бозор курсидан фаркланиши уни ортикча баҳоланишни (Overvalued/Undervalued) ёки кам баҳоланишни (Undervalued) англатади. Overvalued/Undervalued иборалари ХҚП бўйича ҳисобланган валюта курсига нисбатан валюта реал курсининг тез ёки

⁷⁴ Абсолют харид қобилияти паритети деганда – икки мамлакат ўртасидаги валюта айирбошлаш курсининг баҳоси ушбу мамлакатлар ўртасидаги нархларининг нисбатига тенг.

секин ўсиши/пасайишига нисбатан қўлланилади. Агар миллий валюта курси (девальвация даражаси) инфляцияга нисбатан секин пасайса, у ҳолда миллий валюта ортикча баҳоланган (чет эл валютаси эса кам баҳоланган) ҳисобланади. Ва аксинча, агар миллий валюта курси инфляцияга нисбатан тез пасайган бўлса, у ҳолда миллий валюта кам баҳоланган (чет эл валютаси эса ортикча баҳоланган) ҳисобланади (2.3-жадвал).

Мазкур жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, миллий валютамиз сўмнинг инфляцияга нисбатан баҳоланиш ҳолати охиригг етти йилликда (2010-2016 йй.) кам баҳоланган бўлиб чиқмоқда. Чунки, девальвация даражаси инфляция даражасидан сезиларли даражада юқориликча қолмоқда. Ушбу ҳолатни ҳамда 2014 ва 2015 йилларда асосий савдо ҳамкор мамлакатлар ҳисобланган Россия ва Қозоғистон мамлакатларида валюта сиёсати бўйича амалга оширилган эркинлаштириш ислохотларини инобатга олган ҳолда зудлик билан валюта курси режимини эркинлаштириш лозим бўлади.

2.3-жадвал

Миллий валюта курсининг инфляцияга нисбатан баҳоланиши

Йил	Девальвация, %	Инфляция, %	Фарқ, %	Валюта курсининг баҳоланиши	
				Ортикча баҳоланган (Overvalued)	Кам баҳоланган (Undervalued)
2000	132	28,2	103,8		+
2001	112	26,6	85,4		+
2002	41	21,6	19,4		+
2003	1	3,8	-2,8	+	
2004	8	3,7	4,3		+
2005	12	7,8	4,2		+
2006	5	6,8	-1,8	+	
2007	4	6,8	-2,8	+	
2008	8	7,8	0,2	+	
2009	8	7,4	0,6	+	
2010	9	7,3	1,7		+
2011	9	7,6	1,4		+
2012	11	7,0	4,0		+
2013	11	6,8	4,2		+
2014	10	6,1	3,9		+
2015	16	5,6	10,4		+
2016	15	5,7	9,3		+
2017	250	18,9	231,1		эркин курсга ўтибди

Манба: Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида муаллиф ҳисоб-китоблари.

Валюта курсини эркинлаштириш механизми шароитида дисконт сиёсатининг дастаклари эмас, балки девиз сиёсатининг дастаклари, яъни интервенция дастаги муҳим аҳамиятга эга бўлади. Айнан мана шу жиҳат Марказий банкнинг валюта сиёсати методологиясини ўзгартиришга таъсир этувчи муҳим омиллардан бири ҳисобланади (интервенция сиёсатида онд фикр-мулоҳазалар билан 4-бобда танишиш мумкин).

2.2-§. Ўзбекистон валюта курси режимининг жорий ҳолати таҳлили.

Ўзбекистон ўз миллий валютасини жорий қилган вақтдан бошлаб (1994 йил 1 июль) то ҳозирги кунгача валюта курси режими таснифини бир мартаба ўзгартиришга эришган, у ҳам бўлса 2008 йил 30 апрелгача амалда бўлган катъий валюта курси режими остидаги «Тебранувчан» (Crawling peg) таснифдан «Тебранувчанга ўхшаш (Crawling-like arrangement)» таснифига (2008 йил 30 апрелдан бошлаб) ўзгартирган⁷⁵.

Мазкур валюта курси режими таснифининг ўзгартирилишига асосий сабаблардан бири бу валюта курси девальвация даражасининг умумқабул қилинган халқаро меъёрлардан ошиб кетишидир (ХВФ, 2009). Ушбу халқаро меъёрлар бўйича муайян мамлакат учун (Евро худудидан ташқари) «Тебранувчан» валюта курси режими таснифида валюта курси девальвациясининг тебраниш даражаси (диапазони) йиллик +2% атрофида бўлиши кайд этилган, аммо Ўзбекистоннинг ушбу кўрсаткичи жуда юқори бўлганлиги боис, унинг таснифи тегишлича ўзгарган⁷⁶.

Ўзбекистон ва унинг асосий савдо ҳамкорлари бўйича валюта курси режими таснифларининг қиёсий таҳлилини 7-иловадаги маълумотлардан кўриш мумкин. Мазкур илова маълумотларидан кўриниб турибдики, Ўзбекистон ўзининг ташқи савдо алоқаларида турли хил валюта курси режими таснифидаги мамлакатлар билан ўз савдо алоқаларини йўлга қўйган. Хусусан, 3 та асосий савдо ҳамкор мамлакатлар «Сузувчи» валюта курси режимида (Корея Республикаси, Туркия ва Украина давлатлари), 2та ҳамкор давлат (Россия ва Қозоғистон) «Эркин сузувчи» валюта курси режимида, битта ҳамкор давлат (Хитой) «Бошқа бошқариладиган боғлиқлик» валюта курси режимида Ўзбекистон билан ташқи савдо алоқаларини амалга оширмақда.

Мазкур савдо ҳамкорларнинг ушбу валюта курси режимлари шароитида олиб бораётган монетар сиёсатдаги режимлари қуйидагича: Қозоғистон, Россия, Жанубий Корея ва Туркия давлатлари «инфляция таргетлаш» режимида, Хитой «монетар агрегатларни таргетлаш» режимида, Украина ва Германия давлатлари «бошқалар» (аниқ эълон қилинмаган, аммо бир қатор монетар индикаторларга асосланган) режимда ўз фаолиятини юритмоқда. Ўзбекистоннинг монетар сиёсат йўналиши Хитой давлатининг монетар сиёсат йўналиши билан бир хил, яъни «монетар агрегатлар таргети» йўналишини ифодалайди. Ўзбекистоннинг асосий савдо ҳамкорлари турли хил валюта курси режимида бўлишларига қарамасдан, уларнинг режим ости позициялари йўналишида бир қатор ўхшашликлар мавжуд (2.4-жадвал).

⁷⁵ Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. IMF, Washington D.C., October 2012. P. 14.
⁷⁶ Ушбу ерда, 14-15 бетлар.

Айрим режимлар бўйича Ўзбекистон билан айнан бир хил позицияга эга бўлган асосий савдо ҳамкор мамлакатлар

	Ўзбекистон	Россия	Хитой	Қозоғистон	Корея	Туркия	Украина	Германия
ХВФнинг Битимлар Келишуви Модуляри остидаги мақом: VIII-модда	•	•	•	•	•	•	•	•
Валюта курси режими:								
- Тебранувчанга ўхшаш режим	◊		◊					
Жорий трансфертлар ва кўзда тутилмаган тўловлар бўйича назорат	•		•	•		•	•	
Экспорт тушумлари ва /ёки кўзда тутилмаган операциялар:								
- Репатриация талафлари:	•	•	•	•			•	
- Мажбурий сотуш	•	•	•	•			•	
Капитал трансакциялар								
Қимматли қозғалар бозори	•	•	•	•	•	•	•	•
Ўз бозори инвентустлари	•	•	•	•	•	•	•	•
Коллектив инвестицион қимматли қозғалар	•	•	•	•	•	•	•	•
Тижорат кредитлари	•	•	•	•	•	•	•	•
Монетар кредитлар	•	•	•	•	•	•	•	•
Кафолатлар, кафиликлар ва бошқа маънавий таъаблар	•	•	•	•	•	•	•	•
Турли-тўрли инвестициялар	•	•	•	•	•	•	•	•
Турли-тўрли инвестицияларликларидан	•	•	•	•	•	•	•	•
Қўчмас мулк билан боғлиқ операциялар	•	•	•	•	•	•	•	•
Шахсий капиталлар билан боғлиқ операциялар	•	•	•	•	•	•	•	•
Тижорат банклари ва бошқа кредит ташкилотларида оид инфляциялар	•	•	•	•	•	•	•	•
Институционал инвесторлар	•	•	•	•	•	•	•	•
Жами позициялар:	17	8	15	12	6	11	16	9

Маъна: 5-иловадаги жадвал маълумотлари асосида муаллиф томонидан шакллантирилган.

Мазкур жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, валюта курси режими позициялари бўйича Ўзбекистон 16 та позиция бўйича Украина билан, 15 та позицияда Хитой билан, 12 та позицияда Қозоғистон, 11 та позицияда Туркия, 9 та позицияда Германия, 7 та позицияда Россия ва 6 та позицияда Жанубий Корея билан бирхилдир. Аммо, ушбу позициялар таркибида амалга ошириладиган чора-тадбирлар механизми бўйича улар кескин фаркланади. Мисол учун, Ўзбекистон амалиётида сўмнинг АҚШ доллариغا нисбатан валюта курси ички валюта бозори конъюктурасидаги талаб ва таклифдан келиб чиққан ҳолда шаклланса, асосий савдо ҳамкорлар мамлакатларда эса халқаро валюта бозори конъюктурасидаги талаб ва таклифдан келиб чиққан ҳолда шаклланади.

Шунингдек, Ўзбекистон амалиётида капиталлар ҳаракати бўйича транзакциялар йўналишида ҳам қисман очик сиёсат юритилиши билан ўзининг савдо ҳамкорлари амалиётдан фарқланиб туради. Бошқача айтганда, ушбу йўналишда Ўзбекистон ўз позициясини катъий чекловлар ўрнатиш билан сақлаб келмоқда. Ваҳоланки, унинг баъзи асосий савдо ҳамкорлари, хусусан Россия, Корея ва Германия давлатлари бир мунча очик позицияга эга. Жумладан, уларда жорий трансфертлар ва кўзда тутилмаган тўловлар бўйича,

шахсий капиталлар билан боғлиқ операциялар, тўғридан-тўғри инвестициялар ликвидацияси, тижорат кредитлари, молиявий кредитлар, кафолатлар, кафиликлар ва бошқа молиявий талаблар бўйича чекловлар деярли мавжуд эмас, бўлганда ҳам жуда минимал даражададир. Экспорт тушумидан мажбурий сотув талаблари бўйича барча хамкор давлатларда (Украинадан ташқари) бекор қилинган. Ўзбекистон ушбу чеклов шаклини 2017 йил 5 сентябрдан бекор қилган⁷⁷.

Ўзбекистоннинг валюта курси режимига оид муносабатларда уни савдо хамкорларидан фарклантирувчи кескин жиҳатлардан бири бу фонд бозоридаги дериватив ва бошқа инструментлардан фойдаланиш амалиётининг ривожланмаганлигидир. Мазкур фаолиятни кечиктирмасдан изчил такомиллаштириш зарур ҳисобланади. Чунки, ушбу йўналиш капиталлар характери бўйича эркин конвертацияни жорий қилишнинг муҳим шартларидан биридир. Ҳозирги вақтда мамлакатимизда капиталлар характери бўйича эркин конвертация мавжуд бўлмасда, унинг айрим жиҳатларини тартибга солиш ва бошқариш бўйича чора-тадбирлар амалга оширилмоқда. Мазкур чора-тадбирларни ташкилий-ҳуқуқий, иқтисодий ва ижтимоий жиҳатдан изчил такомиллаштириш лозимдир.⁷⁸

Шуни алоҳида таъкидлаб ўтиш керакки, охириги йилларда валюта сиёсатини янада эркинлаштириш, хусусан валюта курси режимини такомиллаштириш йўналишларида бирор бир муҳим Президент ёки ҳукумат қарорлари қабул қилинмаган эди. Айни вақтгача қабул қилинган бундай қарор ёки ҳуқуқий меъёрий ҳужжатлар кўпроқ анъанавий таъсир воситасига айланиб қолган «узлуксиз девальвация» инструментини қўллашга қаратилганлиги билан чекланиб қолган эди. Мазкур инструментнинг макроиқтисодий кўрсаткичларга бўлган таъсири эса йилдан-йилга пасайиб, кутилган натижаларни бермаётганди⁷⁹.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 2 сентябрдаги ПФ-5177-сонли «Валюта сиёсатини либераллаштириш бўйича биринчи галдаги чора-тадбирлар тўғрисида»ги Фармонининг қабул қилиниши шу йўналишдаги муҳим қарорлардан бири бўлди. Гарчи, Фармонда валюта курси режимини ўзгартиришга оид аниқ кўрсатма берилмаган бўлсада, аммо унинг механизмини бозор механизмлари асосида босқичма-босқич такомиллаштириш бўйича устувор йўналишлар белгилаб берилган. Хусусан, Фармонда қуйидаги тўққизта масала юзасидан валюта бозорини янада либераллаштиришнинг устувор йўналишлари кўрсатиб ўтилган:

⁷⁷ Ўзбекистон бўйича жорий йилнинг 5 сентябргача бўлган давр назарда тутилган. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 2 сентябрдаги «Валюта сиёсатини либераллаштириш бўйича биринчи навбатдаги чора-тадбирлар тўғрисида»ги ПФ-5177-сонли Фармонига асосан, мулкчилик шаклидан қатъий назар барча экспортчи корхоналарнинг чет эл валютасидаги тушумини мажбурий сотиши бўйича талаб бекор қилинди.

⁷⁸ Ижтимоий жиҳат дейилганда институционал тузилмалар фаолияти назарда тутилмоқда.

⁷⁹ Бердиназаров З. Девальвация воситасининг макроиқтисодий кўрсаткичларга таъсири ва уни такомиллаштириш масалалари. "Молия ва банк иши" илмий электрон журнали. 7-сон, 2017 йил. 42-63-бетлар (<http://www.bfajournals.uz>).

биринчи масала, юридик ва жисмоний шахсларнинг чет эл валютасини эркин сотиб олиш ва сотиш ҳамда ўз маблағларини ўзининг хоҳишига кўра эркин тасарруф этиш ҳуқуқларини рўёбга чиқарилишини тўлиқ таъминлаш;

иккинчи масала, миллий валютанинг чет эл валютасига нисбатан курсини белгилашда фақатгина бозор механизмларини қўллаш;

учинчи масала, валюта ресурсларидан фойдаланишда бозор инструментларининг ролини ошириш, валюта бозорида барча хўжалик юритувчи субъектлар учун тенг рақобат шароитларини яратиш, валюта сиёсатининг ноанъанавий тармоқларда экспортни ривожлантиришдаги, минтакавий ва халқаро иқтисодий хамкорликни мустаҳкамлашдаги рағбатлантирувчи ролини ошириш;

тўртинчи масала, сифатли иш ўринлари ва юқори қўшилган қийматли маҳсулотлар ишлаб чиқаришни бевосита рағбатлантириш учун иқтисодиётнинг барча секторларига тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар, билим ва технологиялар жалб этишга хизмат қиладиган ишбилармонлик ва инвестиция муҳитини яхшилаш;

бешинчи масала, миллий валютанинг барқарорлигини таъминлашга қаратилган қатъий монетар сиёсатни амалга ошириш, бу борада монетар инструментлардан фаол ва мослаштирилган ҳолда фойдаланиш, давлат кимматли қоғозлари бозорини ривожлантириш, шунингдек, очик бозорда операциялар ҳамда давлат кимматли қоғозларини банклар ликвидлигига гаровга бериш бўйича операцияларни амалга оширишни амалиётга жорий қилиш;

олтинчи масала, монетар ва фискал сиёсатни мувофиқлаштириш ҳамда Давлат бюджетининг мутаносиблигини таъминлаш орқали пул массаси ҳаддан зиёд ўсишининг олдини олиш;

еттинчи масала, банк тизимининг барқарорлигини таъминлаш ва унинг таваккалчиликларга бардошлилигини, шу жумладан, валюта сиёсатини либераллаштиришнинг вужудга келиши мумкин бўлган салбий таъсирини юмшатишга қаратилган самарали чораларни қўллаш ҳисобига ошириш;

саккизинчи масала, валюта сиёсатининг янги шароитларида таянч тармоқлар корхоналари самарали фаолият юритиши учун уларни давлат томонидан қўллаб-қувватлаш бўйича зарур чора-тадбирлар кўриш;

тўққизинчи масала, аҳолининг ижтимоий ҳимояга муҳтож қатламлари турмуш даражасига валюта сиёсатини либераллаштиришнинг салбий оқибатларини камайтириш имконини берадиган ҳар томонлама ижтимоий қўллаб-қувватлаш бўйича манзилли чора-тадбирларни амалга ошириш.

Мазкур Фармонга мувофиқ қуйидаги чора-тадбирлари сифатида ўз ечимига эга бўлди:

• Ўзбекистон Республикасининг юридик шахслари жорий халқаро операциялар бўйича тўловларни амалга ошириш учун тижорат банкларида чет эл валютасини чекловсиз сотиб олишлари мумкин;

• Ўзбекистон Республикасининг резиденти бўлган жисмоний шахслар чет эл валютасини тижорат банкларининг валюта айирболаш шохобчаларига эркин сотиши ва конверсион бўлимларида сотиб олинган маблағларни халқаро тўлов карталарига ўтказиш бўйича амалдаги тартибга асосан⁸⁰ сотиб олиши ва чет элда ҳеч қандай чекловларсиз ишлатилиши мумкин.

• истеъмол товарлари импорти билан шуғулланувчи юридик шахс ташкил этмасдан фаолият кўрсатувчи яққа тартибдаги тадбиркорларга чет эл валютасини жисмоний шахслар учун ўрнатилган тартибда, банклардаги ҳисоб варақлар орқали сотиб олишлари мумкин;

• чет эл валютасида даромад олувчи юридик шахс ташкил этмасдан фаолият кўрсатувчи яққа тартибдаги тадбиркорлар, шунингдек, фермер хўжаликлари ўз банк ҳисоб варақларидаги чет эл валютасини нақд кўринишида олишлари мумкин;

• мулкчилик шаклидан қатъи назар барча экспортчи корхоналар учун чет эл валютаси тушуми мажбурий сотуви бекор қилинди;

• товар (иш ва хизмат)лар учун тўловларни чет эл валютасида амалга ошириш таъқиқланди (халқаро тажрибага мувофиқ халқаро тўлов карталари орқали тўловлар бундан мустасно);

• товар, иш ва хизматлар учун нарх ва тарифлар, шунингдек, жамиятларнинг устав капиталига кўйиладиган минимал талаблар фақат миллий валютада амалга оширилиши белгиланди;

• давлат божлари, йиғимлари ва бошқа мажбурий тўловлар фақат миллий валютада ундирилиши (консуллик йиғимлари бундан мустасно) белгиланди.

Ушбу Фармон эълон қилиниши билан Марказий банк 2017 йил 5 сентябрда миллий валюта курсини август ойининг сўнгги ҳафтасига нисбатан икки бараварга, жорий йил бошига нисбатан эса икки ярим бараварга девальвация қилиб, унинг курсини бир АҚШ долларига нисбатан 8100 сўм қилиб белгилади. Ушбу курс «қора бозор» курси билан уйғунлаштирилди. Шу ўринда ҳақли савол тўғрисида бўлишини қандай омиллар таъсирида таҳлил қилишган ва уни асослашга ҳаракат қилишган? «Қора бозор» курсининг амал қилиши валютага бўлган талаб ва тактифни реал ифодалайдими? Ушбу саволларга алоҳида кизиқиш билдириб, унинг сабабларини қисқача таҳлил қилиб ўтмоқчимиз.

Бизнинг фикримизча, Марказий банк томонидан миллий валютани кескин девальвацияланишига сабаб бўлган асосий омиллар қаторига қуйидагиларни киритиш мумкин:

• мамлакатда жорий халқаро операциялар бўйича валюта чекловларининг босқичма-босқич кучайтириб борилганлиги (вахоланки, Ўзбекистон 2003 йилда ХВФ Битимлар Келишувининг VIII-моддасини, яъни «Жорий халқаро операциялар» бўйича эркин конвертацияни таъминлаш ва ушбу йўналишда валютавий чекловларни қўлламаслик мажбуриятини ўз зиммасига олган эди);

• жорий халқаро операциялар бўйича валюта чекловларининг кучайтирилганлиги, ўз навбатида, иқтисодиётда «қора бозор» деб ном олган валюта курсининг шаклланишига ва унинг курсини расмий курсдан кескин фарқлинишига таъсир кўрсатганлиги;

• «қора бозор» валюта курсини, том маънода, валютага бўлган талаб ва тактифни шакллантирувчи эркин курс сифатида қараб, ундан валюта курсини белгилашда мўлжал сифатида фойдаланилганлиги;

• маъмурий йўл билан сунъий равишда валюта чекловларини ҳосил қилиш орқали хуфиёна иқтисодиётнинг фаоллашувига, носоғлом рақобатнинг кучайишига, пул маблағларининг банкдан ташқари айланмасининг кенгайишига, нарх-навоининг кескин ошишига, миллий валюта харид қобилиятининг пасайишига ва аҳоли реал даромадларининг камайишига йўл қўйилганлиги ва бошқалар.

Ўзининг илмий асосларига ва самарали таъсир механизмига старлича эга бўлмаган бундай ҳаракат ва ёндашувлар, охир оқибатда, мамлакатнинг ижтимоий-иқтисодий ривожланиш кўрсаткичларини, хусусан экспорт кўрсаткичларини, миллий валютадаги омонат ва жамғармалар кўрсаткичларини, аҳоли реал даромадлари кўрсаткичларининг пасайишига таъсир кўрсатди. Натижада экспортнинг реал самарали айирбошлаш курсига нисбатан эластиклик кўрсаткичлари сўнгги беш йилликда сезиларли даражада пасайиб 0.2 коэффициентни ташкил этди, аҳолининг миллий валютадаги омонат ва жамғармалари (депозитлари) улуши ялпи ички маҳсулотга нисбатан 2011 йилдаги 31.1%ли даражадан 2016 йилга келиб 22.4%гача пасайди (-8.7%), аҳолининг ойлик ўртача иш ҳақи даромадлари (АҚШ доллари эквивалентида) 2012 йилдаги 536,54 АҚШ долларидан 2016 йилда 403,41 АҚШ долларига, 2017 йил яқунлари бўйича эса 177,84 АҚШ долларигача ёки 3 бараварга пасайган⁸¹.

Юқорида қайд қилинган таҳлиллардан, валюта курси режимини янада либераллаштириш мақсадларидан ҳамда Президент Фармонида белгилаб берилган устувор йўналишлардан келиб чиққан ҳолда Марказий банк томонидан амалга ошириладиган ва ишлаб чиқиладиган чора-тадбирлар режасида, қуйидагилар ўз ифодасига эга бўлиши зарур:

• туб иқтисодий ислохотларнинг мақсад ва вазифалари ҳамда асосий савдо ҳамкор мамлакатларнинг валюта сиёсатида амалга оширилаётган ўзгаришлардан келиб чиққан ҳолда амалдаги «Тебранувчанга ўхшаш» валюта курси режими таснифини «Сузувчи» валюта курси режими таснифига

⁸⁰ Қаранг: Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2013 йил 30 январдаги «Жисмоний шахсларга хорижий валютани сотиш тартибини янада либераллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-1914-сонли Қарори. Ушбу қарорга мувофиқ 2013 йил 1 февралдан бошлаб жисмоний шахсларга (резидентларга) чет эл валютасини сотиш механизми халқаро тўлов карталарига ўзгартирилди. Нақд хорижий валютани сотиш бекор қилинди.

⁸¹ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ҳамда Давлат статистика қўмитасининг электрон очик маълумотлар (веб сайт) базасидан фойдаланган ҳолда муаллиф томонидан ҳисобланган.

ўзгартириш мақсадга мувофиқдир. Бунда асосий эътибор жорий халқаро операциялар бўйича мажбуриятларнинг тўлиқ бажарилишини таъминлаш ва капиталлар ҳаракати йўналишига хос операциялар бўйича босқичма-босқич равишда чекловлар тизимини бекор қилиш масалаларига қаратилиши лозим;

- юридик ва жисмоний шахслар учун амал қилаётган чет эл валютасидаги халқаро тўлов карталари сингари миллий валютада ҳам халқаро тўлов карталарини жорий қилган ҳолда уларнинг чет элда онлайн конвертация қилиниши бўйича ўзаро ҳисоб-китобларни (савдо муносабатларида) амалга ошириш юзасидан кечиктириб бўлмайдиган чора-тадбирларни белгилаш лозим. Бундай чора-тадбир келажақда нақд чет эл валютасига бўлган талабни кескин камайтириши билан бирга унинг самарали ишлашини таъминлашга хизмат қилиши мумкин. Айни вақтда юқоридаги ушбу чора-тадбир тизими ишга туширилгунга қадар резидент жисмоний шахсларга нақд чет эл валютасини сотиш механизмини ҳам самарали ташкил этиш бўйича қуйидаги жараёнга алоҳида эътибор бериш лозим: яъни, резидент жисмоний шахслар нақд чет эл валютасини харид қилишда ҳисоб-китоб шаклининг (нақд ва нақд пулсиз) ва турининг (пластик, депозит ёки омонат ҳисоб рақамларидан) шаффоф бўлиши ҳамда нақд чет эл валютасининг чекланган миқдори (чорақлик ва йиллик лимитлар) аниқ белгиланиши лозим;

- миллий валютанинг чет эл валютасига нисбатан курсини белгилашда, биринчи босқичда, жорий халқаро операциялар бўйича эркин конвертациянинг амал қилиши шароитида экспорт ва импорт ҳамда бирламчи ва иккиламчи даромадлар/ҳаражатлар бўйича амалга ошириладиган операцияларнинг (транзакцияларнинг) эластиклик кўрсаткичлари таҳлилларига таянган ҳолда ёндашиш мақсадга мувофиқдир. Иккинчи босқичда эса, яъни капиталлар ҳаракати бўйича халқаро операцияларнинг эркин конвертацияси жорий қилинган шароитда капиталлар ҳаракати операцияларининг эластиклик кўрсаткичларини ёки тўлов балансининг барча гуруҳлари бўйича операцияларнинг эластиклик кўрсаткичларини ишобатга олган ҳолда ёндашиш мақсадга мувофиқдир;

- валюта ресурслари мобилизациясини самарали ташкил этиш ва тақсимлаш механизмнинг шаффофлиги ва хавфсизлигини таъминлаш мақсадида валюта бозори савдоси инфратузилмасини изчил модернизациялаш лозим. Бунда, биринчи навбатда, юридик ва жисмоний шахслар учун валюта бозори савдосида иштирок этишининг табақалаштирилган электрон савдо тизимига алоҳида эътибор қаратиш ва уни жорий қилиш мақсадга мувофиқдир;

- энг фаол ва илғор инвесторлар учун мақбул ишбилармонлик ва инвестиция муҳитини янада такомиллаштириш, улар томонидан сифатли иш ўринлари ва юқори қўшилган қийматли маҳсулотлар ишлаб чиқарилишини беvosита рағбатлантириш мақсадида, истисно тариқасида, бундай инвесторлар учун капиталлар ҳаракати операцияларининг айрим

йўналишлари бўйича эркин конвертацияни босқичма-босқич жорий қилиш мақсадга мувофиқдир;

- қимматли қоғозлар ресурсларининг мобилизацияси ва тақсимотини самарали ташкил этиш мақсадида фонд бозори савдоси инфратузилмасини изчил такомиллаштириш лозим. Бунда, биринчи навбатда, жисмоний шахслар учун фонд бозори савдосида иштирок этишининг тўғридан-тўғри шаффоф электрон тизимини жорий қилиш ва уни рағбатлантириш чора-тадбирларини ишлаб чиқиш мақсадга мувофиқдир;

- иктисодиётда пул массаси номуносивлигини олдини олиш ва миллий валюта харид қобилиятини мустаҳкамлаш мақсадида тижорат банклари депозит сиёсатини тубдан такомиллаштириш ва мустақиллигини ошириш бўйича Президент қарорини қабул қилиш мақсадга мувофиқдир;

- валюта сиёсатининг янги шароитларида таянч тармоқлар корхоналарининг самарали фаолият юритиши учун ҳамда уларни давлат томонидан қўллаб-қувватлаш мақсадида уларга ўз фаолиятларининг айрим йўналишлари бўйича хусусий сектор субъектлари билан ўзаро ҳамкорлик қилиш, уларни йирик инвестиция лойиҳаларига фаол жалб қилиш ва даромадларни тақсимлаш бўйича инклюзив ҳуқуқ бериш лозим. Хусусан, электроэнергетика, темирйўл, автомобил ва дарё йўллари, авиаташувчи ва бошқа шунга ўхшаш тармоқлар бундай ҳамкорликнинг муқобил йўналишларидан бўлиши мумкин;

- валюта сиёсатини либераллаштиришнинг салбий оқибатларини аҳолининг ижтимоий ҳимояга муҳтож қатламлари турмуш даражасига таъсирини камайтириш мақсадида уларга валюта муносабатлари билан боғлиқ операциялар бўйича алоҳида ҳуқуқий меъёрий тартиботлар ишлаб чиқилиши мақсадга мувофиқдир.

2.3-§. Валюта курси моделлари ва улардан Ўзбекистон шароитида фойдаланиш масалалари

Валюта курсини шакллантириш моделларига бағишланган кўплаб назарий тадқиқотлар⁸² бир қатор умумий мувозанат моделларига асосланган ҳолда амалга оширилмоқда. Хусусан, умумий мувозанат моделларига асосланган анъанавий (классик) моделларга юмшоқ ва каттик нарх сиёсати асосланган монетар модели, портфелли модели, умумий мувозанат моделини, микроструктурали модель ва бошқаларни киритиш мумкин. Ушбу номлари қайд этилган моделларнинг туб замирида харид қобилияти паритети

⁸² Isard P. Exchange Rate Determination: A Survey of Popular Views and Recent Models. Princeton Studies in International Finance, No 42 (Princeton, NJ: Princeton University Department of Economics, International Finance Section), 1978.; Wickens M. Macroeconomic Theory: A Dynamic General Equilibrium Approach. Second edition. Princeton University Press, Princeton and Oxford, Princeton, New Jersey, USA, 2008. p. 589.; Dornbusch R. Exchange rates and prices. American Economic Review, vol. 77(1), 1987. pp. 93-106.; Fleming J. Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. International Monetary Fund Staff Papers 9, 1962. pp. 369-79.; Mundell R. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. Canadian Journal of Economics and Political Science, vol. 29, 1963. pp. 475-485. ва бошқалар.

(ХКП) концепцияси ётади. Ушбу концепция охириги ўн йилликларда кўплаб хорижий иктисодчилар томонидан валюта курсининг узок муддатли мувозанатини таъминлашнинг шarti сифатида янада фаол ўрганилмоқда. Аммо шу билан бирга бундай тадқиқотлар ушбу паритетни таъминлаб бўлмаслиги борасида ҳам илмий хулосаларни чиқаришга сабаб бўлмоқда.

Юқоридаги 2.1-§да биз харид қобилияти паритетининг концепцияси хақида фикр-мулохазалар билдириб ўтган эдик, шу боис у хақда тўхталиб ўтирмаймиз. Биз ушбу паритетни таъминлаб бўлмаслиги (бажарилмаслиги) билан боғлиқ тадқиқотларнинг айрим жихатларига эътиборимизни қаратмоқчимиз.

ХКПнинг бажарилмаслиги (четланиш) ялпи таклиф ва ялпи талабга таъсир қилувчи бир қатор фундаментал омиллар таъсирида юз бериши тадқиқотларда ифодаланган. Ялпи таклифга таъсир қилувчи омиллар сифатида ишлаб чиқариш самарадорлиги тизимига таъсир этувчи омиллар қаралган бўлса, ялпи талаб нуктаи назаридан давлат харажатлари, ташқи савдо шартлари ва бошқа омиллар эътиборга олинган. Шу билан бирга ушбу назарий моделда савдо ва носавдо хусусидаги товар ва хизматлар бўйича ХКПнинг четланиши ҳам алоҳида тадқиқот объекти сифатида ўрнанилган.

Ялпи таклифга таъсир этувчи омиллар бўйича амалга оширилган машхур моделлардан бири, бу «Ballassa-Samuelson» моделидир⁸³. Муаллифлар ўз моделларида нарх-наво омилга атрофлича эътибор қаратиб, унинг даражасини «бой» мамлакатларда «камбағал» мамлакатларга нисбатан бир мунча юқори бўлишини (истъмом нархлари индекси назарда тутиляпти) кўзатиб, куйидаги хулосаларга келганлар: технологик таракқиёт савдо хусусидаги товарлар секторида носавдо хусусидаги товарлар секторига нисбатан тезроқ юз беради; шу боисдан савдо секторидаги юқори даражадаги самарадорлик жихатлари ривожланган мамлакатларга хос хусусиятдир; савдо секторидаги товарларнинг ишлаб чиқариш самарадорлиги ўзи билан бирга иктисодиётда номинал иш хақининг ўсишини мобиллигини келтириб чиқаришга ва бундай ўсиш ички меҳнат ресурсларининг мобиллигини оширишга замин яратиши мумкин; ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар ўртасидаги номинал иш хақлари бўйича тафовут умумий нархлар даражасидаги тафовутларни ва узок муддатли даврда харид қобилияти паритетининг бажарилмаслигига сабаб бўлувчи омиллардир.

ХКПнинг бажарилмаслигига ялпи талаб омилларининг таъсири ҳам сезиларли ахамият касб этади. Бунга меҳнат ва капиталнинг бир сектордан бошқа бир секторга кўчиб ўтиши қисқа муддатда юз бермаслиги ҳолати муҳим ўрин тутаети. К.Froot ва К.Rogoffлар ўз тадқиқотларида⁸⁴ давлат харажатларининг ортиши носавдо секторидаги товарлар нархининг ҳам

⁸³ Balassa B. The Purchasing Power Doctrine: A Reappraisal. *Journal of Political Economy*, 72, 1964, pp. 584-596.; Samuelson P.A. Theoretical Notes on Trade Problems. *Review of Economics and Statistics*, 46:2, 1964, pp. 145-154.

⁸⁴ Froot K., Rogoff K. The EMS, the EMU, and the Transition to a common Currency. In National Bureau of Economic Research macroeconomics annual. Eds.; Stanley Fisher and Oliver Blanchard. Cambridge, MA: MIT Press, 1991. pp. 269-317.

ортишига олиб келишни кўрсатиб берганлар (агар харидлар айнан ушбу секторга қаратилган бўлса). Давлат харажатларининг шу тариқа ўзгариши ўрта муддатли истикболда миллий валютанинг мустаҳкамланишига ва унинг таъсирида ХКПнинг бажарилмаслигига замин яратишни алоҳида таъкидлаганлар.

Gregorio ва Wolf⁸⁵ ҳаммуаллифлигида амалга оширилган эконометрик таҳлил натижасида даромадлар ва ташқи савдо шартлари омилларининг ялпи талаб омиллари нуктаи назаридан носавдо хусусидаги товарлар нархларининг ўзгаришига ва ХКПнинг бажарилмаслигига хулоса қилганлар. Шу билан бирга ижобий шок таъсирида ҳам ялпи талаб омилларининг ўзгариши, яъни даромадларнинг ортиши ва ташқи савдо шартларининг яхшиланиши носавдо секторидаги товарлар нархларининг ошишини келтириб чиқариши мумкинлиги ва бу жараён ушбу сектордаги ишлаб чиқариш факторларининг қисқа муддатда мобиллигини таъминлаб олмаслик билан кечишини изохлаганлар.

Савдо хусусидаги товарларнинг харақати билан боғлиқ тадқиқотлар ҳам кам эмас. Хусусан, Isard⁸⁶, Giovannini⁸⁷ ва Engel⁸⁸ тадқиқотлари айнан савдо хусусидаги товарларнинг пиловард натижаларига қаратилган. Муаллифлар, ХКПнинг бажарилмаслиги ҳолатини валюта курси ўзгаришлари динамикаси билан асослашга ҳаракат қиладилар. Хусусан, улар ўз фикрларини умумовқатланиш ёки ресторанлардаги менюларга кетадиган харажатларнинг катъийлиги билан асослашга уринганлар.

Бошқа бир иктисодчилар, жумладан Krugman⁸⁹ ва Dornbusch⁹⁰ савдо секторидаги товарлар бўйича ХКПга эришиб бўлмамлиқни, ушбу сектордаги номукамал рақобат шароити билан изохлашга ҳаракат қилганлар. Хусусан, муаллифлар олиганоялини бозор муносабатлари шароитида⁹¹ паритетнинг бажарилмаслигини турли мамлакатлардаги бир хил товарларга нарх даражасини унга бўлган талаб эластиклиги ва товарларни лицензиялашга кетадиган сарф-харажатлар билан боғлаганлар.

Юқоридагилардан ташқари, баъзи иктисодчилар, хусусан Froot, Rogoff⁹², Sercu, Uppal⁹³, Alba ва Park⁹⁴ ХКПга эришиб бўлмамлиқ ҳолатларини бошқа

⁸⁵ Gregorio J.D., Wolf H.C. Terms of Trade, Productivity, and the Real Exchange Rate. NBER working paper series, No 4807, 1994.

⁸⁶ Isard P. Exchange Rate Determination: A Survey of Popular Views and Recent Models. Princeton Studies in International Finance, No 42 (Princeton, NJ: Princeton University Department of Economics, International Finance Section), 1978.

⁸⁷ Giovannini A. Exchange rates and traded goods prices. *Journal of International Economics*, vol. 24, 1988, Issue 1-2, pp. 45-68.

⁸⁸ Engel Ch. Real exchange rates and relative prices: in empirical investigation. *Journal of Monetary Economics*, vol. 32 (1), 1993, pp. 35-50.

⁸⁹ Krugman P. Pricing to market when the exchange rate changes. In Sven W. Arndt and J. David Richardson, eds., Real-financial linkages among open economies. Cambridge, MA: MIT Press, 1987, pp. 49-70.

⁹⁰ Dornbusch R. Exchange rates and prices. *American Economic Review*, vol. 77(1), 1987, pp. 93-106.

⁹¹ Номукамал рақобат шароитидаги бозор тарқибини изохлашчи ҳолат, яъни бозорда кам сонли ишлаб чиқарувчилар ҳуқумронлигининг мавжуд бўлишидир.

⁹² Froot K., Rogoff K. Perspectives on PPP and Long-Run Real Exchange Rates. In Handbook of International Economics. G. Grossman and K. Rogoff, eds. Amsterdam: North Holland, 1995, pp. 1647-688.

⁹³ Sercu P., Uppal R., and Cynthia Van Hulle. The Exchange Rate in the Presence of Transaction Costs: Implications for Tests of Purchasing Power Parity. *The Journal of Finance*, vol. 50, No 4, pp. 1309-1319.

кўплаб омиллар билан, жумладан транспорт ва транзакцион харажатлар билан, савдо чекловлари, мамлакатлар истеъмол саватларидаги товар ва хизматлар миқдори, сони ва турлари билан ҳам асослашга ҳаракат қилганлар.

Амалга оширилган бир қатор эмперик тадқиқотларнинг турли хил ҳулосаларига қарамадан, валюта курсининг барқарор мувозанатли ҳолатини муайян фундаментал макроиктисодий кўрсаткичлар таъсирида узок муддатли истикболда таъминлаш мумкинлиги тўғрисида бир қатор тадқиқотлар амалга оширилган (Allen, Taylor⁹⁵; Cheung, Chin⁹⁶; Reitz, Taylor⁹⁷). Мана шундай тадқиқотларнинг айримларини таҳлил қилиб чиқишга ҳаракат қиламиз.

Юқорида қайд этиб ўтилган классик моделлар бир қанча жиҳатларга кўра бир-бирдан фарқланади. Хусусан, нарх-наво шаклланишининг каттик ёки юмшоқ концепцияси, капиталлар мобиллигининг мукамал ёки ёки юмшоқ концепцияси, жорий ва капитал операциялар ҳисобининг ҳолати каби жиҳатлар шулар жумласидандир. Ушбу моделларнинг фарқли жиҳатларини уларда қайд қилинган концепцияларнинг моҳиятидан келиб чиққан ҳолда очиқ беришга ҳаракат қиламиз.

1. Қопланмаган фойз паритети концепцияси (Uncovered Interest Parity).

Қопланмаган фойз паритети концепцияси⁹⁸ ўз мазмун ва моҳиятига кўра, икки мамлакат ўртасидаги фойз ставкаларидаги фарқ ушбу мамлакатлар валюта курслари бўйича кутилаётган ўзгаришлар фарқига тенг бўлишини назарда тутди. Бошқача айтганда, фойз ставкаси ва валюта курси ўзгариши натижасида кутилаётган даромад ҳар икки мамлакатда бир хил бўлишини таъминлайдиган бўлса, ушбу ҳолат қопланмаган фойз паритетини ифодалайди. Агар ушбу паритет ҳосил қилинмаса, у ҳолда инвестор учун валюта арбитражи (валюта чайқовчилиги) кўринишидаги кўшимча даромад олиш имконияти пайдо бўладики, ушбу ҳолатни қопланган фойз паритети, деб атаймиз. Қопланган ва қопланмаган фойз паритетлари ўртасидаги айнан манашу жиҳат уларни бир-бирдан фарқлантирувчи асосий омил ҳисобланади.

Қопланмаган фойз паритети формуласини қуйидагича ифодалаш мумкин:

$$R_d - R_f = \frac{(E_{t+1} - E_t)}{E_t} (1.9)$$

Бу ерда: $R_d - R_f$ мамлакатлар ўртасидаги номинал фойз ставкаларининг фарқи; R_d - маҳаллий номинал фойз ставкаси; R_f - чет эл номинал фойз

ставкаси; $\frac{(E_{t+1} - E_t)}{E_t}$ валюта курси ўзгаришларидаги фарқ. E_{t+1} - жорий валюта курси.

Мазкур паритет бўйича қуйидагича ҳулосага келиш мумкин, яъни барча шароитлар тенг бўлган тақдирда, жорий ёки кутилаётган маҳаллий фойз ставкасининг оширилиши миллий активларга (миллий валюта харид талабнинг ошишига ҳамда унинг таъсирида миллий валюта харид қобилиятининг мустаҳкамланишига олиб келади. Ва аксинча, фойз ставкасининг пасайтирилиши миллий активларга бўлган талабнинг қисқаришига ва валюта харид қобилиятининг пасайишига таъсир кўрсатади.

Ушбу қопланмаган фойз паритети концепцияси валюта курси ўзгариши омилни активлар баҳосини тавсифловчи муҳим омиллардан бири сифатида қараб, унга бошқа ахборотлар оқими таъсирини ўта сезувчан қилиб қўймоқдаки, бу валюта курсининг тебранишларини юзага келтириб чиқаришига сабаб бўлмоқда.

2. Манделл-Флеминг модели

Сузувчи валюта курси назариясининг ривожланишига асосий рағбатлантирувчи таъсир кўрсатган фундаментал моделлардан бири Mandell-Fleming модели ҳисобланади. Моделнинг базавий вариантлари Fleming⁹⁹ ва Mandell¹⁰⁰нинг тадқиқотларида баён қилинган. Унинг модификациялашган вариантларини Sohmen¹⁰¹, MacDonald¹⁰², Obstfeld ва Rogoff¹⁰³ларнинг тадқиқотларида кузатиш мумкин.

Макур моделда капиталнинг мукамал мобиллиги, каттик нарх сиёсати ва импорт тақлиф эгри чизигининг абсолют эластиклиги кичик очик иктисодиёт (small open economy) нуктаи назаридан қараб чиқилган.

Манделл-Флеминг модели учта тенгламага (IS, LM, UIP) асосланган модель ҳисобланиб, қуйидаги учта эндоген ўзгарувчилар таъсирини илгари суради: номинал валюта айирбошлаш курси, ишлаб чиқариш (ЯИМ) ва ички номинал фойз ставкаси.

Ушбу ўзгарувчилар тизимига асосланиб номинал валюта курсининг мувозанатли формуласини шакллантириш мумкин:

$$s_t = \sum_{i=0}^{\infty} \left(\frac{\beta + \theta}{\alpha + \beta + \theta} \right)^i E_t x_{t+i} \quad (1.10)$$

$$x_t = \frac{1}{\alpha + \beta + \theta} [(\alpha - 1)p_t + m_t - \gamma g_t - \delta y_t^* - \alpha p_t^* + (\beta + \theta)R_t^*] \quad (1.11)$$

Бу ерда: x_t - боғлиқ ўзгарувчидир, яъни ички инфляция (p), пул массаси (m), давлат харажатлари (g) ҳамда ташқи инфляция (p^*), ЯИМ ҳажми (y^*) ва

⁹⁴ Alba J., Park D. An empirical investigation of purchasing power parity (PPP) for Turkey. Journal of Policy Modeling, 27, 2005. pp. 989-1000.
⁹⁵ Allen H., Taylor M. Charts, noise and fundamentals in the London foreign exchange market. The Economic Journal, vol. 100, issue 400, Conference papers, 1990. pp. 49-59.
⁹⁶ Cheung Y., Chinn M., Fujii E. Market Structure and the Persistence of Sectoral Real Exchange Rates. International Journal of Finance and Economics, 6:2, 2001. pp. 95-114.
⁹⁷ Reitz S., Taylor M. The coordination channel of foreign exchange intervention: a nonlinear micro structural analysis. Discussion Paper Series: Economic Studies No:08/2006. Available at: <https://www.econster.eu/bitstream/10419/19636/1/200608dkp.pdf>
⁹⁸ Wickens M. Macroeconomic Theory: A Dynamic General Equilibrium Approach. Second edition. Princeton University Press; Princeton and Oxford, Princeton, New Jersey, USA, 2008. p. 589.

⁹⁹ Fleming J. Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. International Monetary Fund Staff Papers 9, 1962. pp. 369-79.
¹⁰⁰ Mundell R. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. Canadian Journal of Economics and Political Science, vol. 29, 1963. pp. 475-485.
¹⁰¹ Sohmen E. The Theory of Forward Exchange. Princeton studies in international finance. No 17, Princeton, New Jersey, USA, 1967. p. 47.
¹⁰² MacDonald R. Floating Exchange Rates: Theories and Evidence (London: UnwinHyman), 1988a.; MacDonald R. Purchasing Power Parity: Some Long Run Evidence from the Recent Float. The Economist, vol. 136, 1988b. pp. 239-252.
¹⁰³ Obstfeld M., Rogoff K. The Mirage of Fixed Exchange Rates. Journal of Economic Perspectives, vol. 9, no. 4, Fall 1995. pp. 73-96.

фоиз ставкасининг (R^*) ўзгаришига боғлиқ ҳолда кечади. $\alpha, \beta, \theta, \gamma, \delta$ - модель параметрлари ҳисобланади.

Демак, ушбу формулалардан келиб чиққан ҳолда қуйидаги хулосага келиш мумкин: пул массасининг ортиши ички фоиз ставкасининг пасайишига, миллий валютага бўлган талабнинг камайишига ва миллий валютанинг девальвацияланишига олиб келади; давлат харажатларининг ортиши эса пулга бўлган талабни ва номинал фоиз ставкасини оширишига таъсир этиб, миллий валютанинг ревальвацияланишига олиб келади; чет элда ишлаб чиқариш ҳажмининг (ЯИМнинг) ортиши ўша ерда пулга бўлган талаб ҳажмининг кўпайишига, номинал фоиз ставкасининг оширишига, валюта кадрининг мустахкамланишига (ревальвацияланишига) олиб келади, ички бозорда эса ўша кадр мустахкам бўлган валютага талаб ортиб, миллий валютанинг кадрсизланиши (девальвацияланиши) кузатилади, ва аксинча.

Ушбу моделнинг муҳим натижаларидан бири шундаки, у сузувчи валюта курси режими шароитида фискал сиёсатнинг таъсир самарадорлигини жуда пасайтиради. Бундай режимда давлат харажатларининг оширилиши миллий валютанинг кадрланишига (фоиз ставкасининг кўтарилиши ҳисобида), импортнинг ортишига ва ишлаб чиқариш ҳажмининг ўзгармас шароитидаги давлат харажатларининг орттирилган қисми бўйича соф экспортни бой берилишига олиб келиши мумкин. Мазкур моделнинг камчилиги шундаки, у кўпроқ статистик кўрсаткичлар омилига боғлангандир. Иктисодий агентларнинг кутиши, жорий операциялар бўйича номутаносиб савдо балансининг ҳамда бошқа омиллар таҳлилларини четлаб ўтишидир (McDonald, 2007)¹⁰⁴.

3. Монетар моделдаги қайишқоқ (юмшоқ) нархлар сиёсати

Мазкур моделнинг асосчилари исроиллик ва америкалик иктисодчи олимлар Frenkel¹⁰⁵ ва Mussa¹⁰⁶ ҳисобланишади. Мазкур монетар моделдан катта ва кичик иктисодиёт учун ҳам фойдаланиш мумкин. Катта иктисодиёт нуқтаи назаридан қараганда унинг асосий ўзгарувчи омиллари қуйидагилар ҳисобланади: копланмаган фоиз паритети, харид қобилияти паритети, ички ва ташқи иктисодиётда пулга бўлган талаб ҳамда номинал фоиз ставкаси (ушбу моделнинг дастлабки вариантда номинал фоиз ставкаси экзоген, яъни ташқи омил сифатида ўрин эгаллаган).

Мазкур ўзгарувчилардан келиб чиққан ҳолда валюта курсининг базавий тенгламасини ҳосил қилиш мумкин:

$$x_t = \frac{\theta}{1+\theta} \sum_{i=0}^{\infty} \left(\frac{\theta}{1+\theta}\right)^i E_t [\bar{m}_{t+i} - \bar{y}_{t+i}] \quad (1.12)$$

Бу ерда: $\bar{m}_{t+i} = m_{t+i} - m_{t+i}^*$ ҳамда $\bar{y}_{t+i} = y_{t+i} - y_{t+i}^*$ тенгликни ифодалайди.

Демак, ушбу монетар моделда валюта курсининг ўзгариши пул массасининг транзакцион пулга бўлган талабдан юкори ёки кам бўлиши билан изоҳланади. Барча шароитлар тенг бўлган тақдирда, ички пул массасининг ортиши миллий валютанинг кадрсизланишини келтириб чиқаради. Ишлаб чиқариш ҳажми (ЯИМ) ва номинал фоиз ставкасининг ўзгариши пулга бўлган талабдан келиб чиққан ҳолда кечади. Шунингдек, моделда валюта курсининг ахборотларга бўлган таъсирчанлиги ҳам эътиборга олинган.

4. Дорнбуш модели (кўчиб ўтиши эффекти)

Дорнбушнинг¹⁰⁷ ушбу моделида нархлар даражаси (инфляция) қисқа муддатли ва узок муддатли даврларда мос равишда каттик ва юмшоқ таъсирга эга ҳисобланади. Ушбу моделнинг бошқа моделлардан фарқли жиҳати шундаки, муаллиф унга инфляциянинг ўсиш ёки камайиш, яъни кутилаётган инфляция даражаси билан боғлиқ омилни киритади. Бошқача айтганда, кутилаётган инфляциянинг даражаси товар ва хизматларга бўлган талабнинг ўзгаришига бевосита таъсир этишини эътиборга олади. Аммо унинг моделга мослашиши бироз кечикиши сабабли, қисқа муддатли даврда валюта курсининг кескин тебранишларга юз тутишига сабаб бўлади.

Ушбу моделга ялпи талаб ва кутилаётган инфляция ўзгаришларини кўшган ҳолда валюта курсини шакллантиришнинг қуйидаги кўринишдаги тенгламасини ҳосил қилиш мумкин:

$$s_t = \varphi_1^{-1} s_{t-1} - \frac{1}{\mu\theta\varphi_1} \sum_{i=0}^{\infty} \varphi_1^i E_t x_{t+i} \quad (1.13)$$

Бу ерда: x_{t+i} - экзоген ўзгарувчи бўлиб, у пул массаси (m), давлат харажатлари (g), ЯИМ (y), чет элдаги нархлар даражаси (p^*) ва чет элдаги номинал фоиз ставкасининг (R^*) таъсирида ўзгаради. $\varphi_1, \varphi_2, \mu, \theta$ - модел параметрларидир.

Агар ушбу экзоген ўзгарувчиларни ўзгармас стационар ҳолатда деб фарас қилсак, у ҳолда валюта курси қуйидаги тенгламани ҳосил қилади:

$$\bar{s}_t = m_t - \frac{1}{\alpha} g + \frac{1-\alpha-\gamma}{\alpha} y_t - p_t^* + \left(\gamma + \frac{\beta}{\alpha}\right) R_t^* \quad (1.14)$$

Бинобарин, пул массасининг доимий ўзгариши миллий валютанинг кадрсизланишига тўғридан-тўғри таъсир кўрсатсада, давлат харажатларининг ортиши эса унга тесқари мутаносибликда кечиб, пулга бўлган ички талаб ва номинал фоиз ставкасининг оширишига босим ўтказа олади. Шу билан бирга, чет элдаги номинал фоиз ставкаси (R^*) ва нарх даражасининг (P^*) ортиши ҳам миллий валютанинг кадрсизланишига сабаб бўла олади.

Шундай қилиб, вазиятли шоклар натижасида валюта курси дастлаб, каттик нархлар таъсири ҳолатида шаклланса (1.13-тенглама), аста-секинлик билан стационар ҳолатга ўтади (1.14-тенглама). Дорнбушнинг ушбу модели «кўчиб ўтиш» эффекти, дея ҳам эътироф этилган бўлиб, у айнан каттик нарх

¹⁰⁷ Dornbusch R. Expectations and Exchange Rate Dynamics. Journal of Political Economy, vol. 84, Dec. 1976, pp. 1161-1176.

¹⁰⁴ MacDonald R. Exchange Rate Economics: Theories and Evidence. Second edition. Routledge, Taylor & Francis Group, New York, 2007, p. 440.

¹⁰⁵ Frankel J.A. A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence. The Scandinavian Journal of Economics, Vol. 78, No. 2, Proceedings of a Conference on Flexible Exchange Rates and Stabilization Policy (Jun., 1976), pp. 200-224.

¹⁰⁶ Mussa M. The exchange rate, the balance of payments, and monetary and fiscal policy under a regime of controlled floating. Scandinavian Journal of Economics, vol., 80, 1982, pp. 74-104.

сиёсати ва фоиз ставкаси паритетига эришишнинг яққол ифодасидир. Ушбу эффект (самара) валюта курсининг киска муддатли даврларда сезиларли даражада тебранишларга мойил бўлишини назарий жиҳатдан тушунтириб беришга имконият яратлади.

5. Обстфельд-Рогофф модели

Мазкур модел янги очик иктисодиётдаги макроиктисодий модел таснифига оид бўлиб (New Open Economy Macroeconomics), уни амалга оширишда микроиктисодиёт воситалари таъсирдан фойдаланиб умумий мувозанатга эришиш ҳисобланади¹⁰⁸. Моделнинг асосини икки мамлакатда ишлаб чиқарилаётган товар ва хизматларнинг монополистик рақобат муҳити шароитида ва каттик нарх сиёсати таъсирида эканлиги ташкил қилади. Шунингдек, моделда такрор ишлаб чиқарувчилар-уй хўжаликлари мавжуд бўлиб, уларнинг ҳар бири ўзига хос индексга $I_n \in [0,1]$ ҳамда ноёб товар ишлаб чиқариш (z) хусусиятига эгадир. Уларнинг афзал кўриш жиҳатлари ҳам бир хилдир.

Ушбу ноёб ҳисобланган z товар ва хизматларни ишлаб чиқаруви ва истеъмол килувчи уй-хўжаликларининг самарадорлик кўрсаткичлари улар томонидан жамғарилган пул маблағлари ҳажмига, нархлар даражасига ва уларни ишлаб чиқариш ҳамда истеъмол қилиш учун кетган вақт бирлиги омилига боғлиқ сифатида қаралган. Бундан ташқари, моделда ягона нарх қонуни, истеъмолчиларнинг, шу жумладан давлат истеъмоли бўйича бюджет чекловлари, қопланмаган фоиз паритети шартлари ҳам инобатга олинган.

Мазкур моделнинг монетар моделдан асосий фарк килувчи жиҳати шундаки, унда вақти-вақти билан амалга ошириладиган бюджет чекловлари ҳамда товар ва хизматлар бўйича ялпи таклиф функциясининг амал қилишидир. Бунда товар ва хизматлар уй-хўжаликлари томонидан ишлаб чиқарилиши ва улар меҳнатининг сарфи ишлаб чиқариш омили сифатида қаралиши белгиланган. Ишлаб чиқариш жараёни вақт омилига тесқари пропорционалликда, капитал эса қатъий, яъни ўзгармас деб, олинган.

Юкоридаги ҳолатларга асосланган ҳолда шакллантирилган чизикли модел натижасида муаллифлар валюта курсининг узоқ муддатли даврларда шаклланиш траекториясини икки мамлакат ўртасидаги пул массаси таклифи ($m^{\#} - m^{*\#}$) ва истеъмол ҳажмига ($c^{\#} - c^{*\#}$) боғлиқлигини аниқлашган¹⁰⁹.

$$s^{\#} = m^{\#} - m^{*\#} - \frac{1}{\epsilon}(c^{\#} - c^{*\#}) \quad (1.15)$$

Бу ерда: ϵ – икки мамлакат иктисодиёти учун бир хил ҳисобланган пулга бўлган чизикли талаб функциясидаги ижобий параметр.

Бундай ҳулоса, бир тарафдан қараганда монетар модель ҳулосасини ифодалайди, унда ишлаб чиқариш омилига эътибор қаратилган бўлса, бу ерда истеъмол омилига урғу берилган. Олдинги моделда пул-кредит сиёсати ишлаб чиқариш ва истеъмолга узоқ муддатли даврларда ўз таъсирини

кўрсатмаган ҳолда, яъни нархлар пропорционал (мутаносиб) равишда ўзгарган ҳолда акс эттирилган.

Обстфельд-Рогофф моделининг ҳулосаси шунини кўрсатмоқдаки, пул массасининг таклифи (шок таъсири назарда тутилмоқда) модель параметрларига киска муддатда эмас, балки узоқ муддатда кўпроқ таъсир этишга мойилдир. Моделга мувофиқ, ижобий монетар шоклар, дастлаб, киска муддатли истикболда ички фоиз ставкасининг пасайишини, миллий валютанинг кадризилаанишини, ички ишлаб чиқарилган товар ва хизматларга бўлган талабнинг ортишини, ишлаб чиқариш ва истеъмолнинг кўпайишини, жамғармаларнинг ўсишини (даврлар оралиғидаги истеъмолни мувофиқлаштириш орқали) ҳамда ўзлаштирилган чет эл активларининг кўпайишига ўз таъсирини ўтказди.

Ўрта муддатли истикболда эса чет эл активлари кўринишидаги истеъмол ва жамғармаларнинг ортиши валюта курсига ноаниқлик тавсифидаги таъсирни юзага келтириб чиқаради. Узоқ муддатли истикболда эса ушбу чет эл активларидан келадиган фоиз кўринишидаги тўловларни олиш ишчи кучини рағбатлантириш билан бирга ишлаб чиқариш ва истеъмол даражаларини олдинги ҳолатига қайтаришга имконият яратиши билан ифодаланади. Мазкур модель ҳулосасининг муҳим жиҳати шундаки, унда валюта курсининг «кўчиб ўтиш» эффекти инкор этилади, бу ерда валюта курси миллий ва чет эл иктисодиётидаги истеъмол даражаларининг ўзгаришига боғлиқлиги таъкидланади.

6. Портфелли модель

Мазкур моделнинг асосчилари бўлиб канадалик иктисодчи олим McKinnon¹¹⁰ ва америкалик иктисодчи олим Oatesлар ҳисобланишади. Шунингдек, ушбу портфелли моделнинг валюта курси ўзгаришларига бўлган таъсирини бошқа бир қатор иктисодчи олимлар ҳам ўрганишган. Хусусан, Branson¹¹¹, Allen ва Kenen¹¹², Genberg ва Kierzkowski¹¹³, Isard¹¹⁴, Dornbusch ва Fischer¹¹⁵лар шулар жумласидандир.

Монетар моделдан фарқли ўлароқ ушбу модель миллий ва чет эл активларининг номукамал рақобат шароитида алмашинувини назарда тутди. Ушбу ҳолат бир қатор омилларнинг, шу жумладан риск даражасининг фарқланиши таъсирида чет эл активларини мукамал рақобат шароитида алмашинувини ҳосил қилиб бўлмаслиги билан ифодаланади. Рискка мойиллиги юқори бўлмаган инвесторлар ўз активларини даромад ва риск

¹¹⁰ McKinnon R., Oates W.E. The Implication of International Economic Integration for Monetary, Fiscal and Exchange-Rate Policy. Princeton Studies in International Finance, No 16, 1966.

¹¹¹ Branson W. The Minimum Covered Interest Differential Needed for International Arbitrage Activity. Journal of Political Economy, vol. 77, 1969, pp.1028-1035.; Branson W. Asset Markets and Relative Prices in Exchange Rate Determination. Sozialwissenschaftliche Annalen, Band 1, 1977.

¹¹² Allen P.R., Kenen P.B. Asset Markets, Exchange Rates, and Economic Integration: A Synthesis (Cambridge: Cambridge University Press), 1980.

¹¹³ Genberg H. Purchasing Power Parity under Fixed and Flexible Exchange Rates. Vol. 8, 1978, pp. 247-276.

¹¹⁴ Isard P. Factors Determining Exchange Rates: The Roles of Relative Price Levels, Balances of Payments, Interest Rates and Risk. BIS Working Paper No. 4, 1980. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=868887>

¹¹⁵ Dornbusch R., Fischer S. Exchange Rates and the Current Account. American Economic Review, vol., 70, 1980, pp. 960-971.

¹⁰⁸ Obstfeld M., Rogoff K. The Mirage of Fixed Exchange Rates. Journal of Economic Perspectives, vol. 9, no. 4, Fall 1995, pp. 73-96.

¹⁰⁹ Ушбу “#” белги чизикли ўзгарувчи ҳисобланиб, узоқ муддатли мувозанатдан четланишни ифодалайди: $x_i^{\#} = \ln(x_i/x)$

нисбатидан келиб чиққан ҳолда диверсификация (табакалашувнинг) қилишни маъқул кўрадилар. Бу эса ўз навбатида, риск омилливи инобатга олинган ҳолдаги қопланмаган фойз паритетининг амалга оширилиши ифодалайди:

$$i_t - i_t^* - \Delta s_{t+k}^e = \theta_t \quad (1.16)$$

Бу ерда: θ_t - риск учун муқофотни билдиради. Агар инвесторлар валютанинг рискка тортилган даражасини юқори даражада ҳис этсалар, у ҳолда улар ўз портфеллари таркибини rischi паст бўлган бошқа валюта билан ёки қимматбаҳо қоғоз билан диверсификация қилишни лозим деб ҳисоблайдилар.

Портфелли модель назариясига кўра, кичик очик иктисодиётнинг портфелли баланси қуйидаги тенглама кўринишга эга бўлади:

$$W = M + B + S^*F \quad (1.17)$$

Бу ерда: W (Wealth) - умумий бойлик сифатида пул массаси (M), ички давлат қарзлари ёки облигациялар (B) ҳамда жорий ҳисоб операциялари бўйича ижобий қолдиқдан (S^*F , бу ерда F -миллий иктисодиётга тегишли бўлган чет эл облигацияларини ифодалайди) ташкил топиши ифодаланган.

Ушбу уч турдаги (пул массаси, ички ва ташқи облигациялар) активга бўлган талаб ички ва ташқи фойз ставкалари (экзоген омил сифатида қаралган) ҳамда мамлакат ички фаровонлиги даражасига боғлиқ деб.

$$M = m(i, i^* + \Delta s^e)W, \quad m_i < 0, m_{i^* + \Delta s^e} < 0, \quad (1.18)$$

$$B = b(i, i^* + \Delta s^e)W, \quad b_i > 0, b_{i^* + \Delta s^e} < 0, \quad (1.19)$$

$$SF = f(i, i^* + \Delta s^e)W, \quad f_i < 0, f_{i^* + \Delta s^e} > 0. \quad (1.20)$$

Бу ердаги ҳосилавий белгилар шундан дарак берадики, ички фойз ставкасининг ошиши миллий облигацияларга бўлган талабни орттиришига ва бўлган талабни оширишга олиб келишини ифодалайди. Умуман олганда, ички ва ташқи облигациялар тўлиқ равишда бир-бирини ўрнини қоплай олмайди ($b_i > f_i$ ёки $f_{i^* + \Delta s^e} > b_{i^* + \Delta s^e}$), агар миллий иктисодиётнинг барқарорлиги (фаровонлиги) ошадиган бўлса, у ҳолда миллий облигацияларга бўлган талаб чет эл облигацияларига нисбатан бир мунча юқори бўлиши таъкидланади.

Реал сектор ҳолати савдо ва носавдо туридаги товар ва хизматлар билан тавсифланади ва моделда талаб функцияси орқали ифодланади. Нархлар ҳам этилувчан тавсифга эга бўлиб, иктисодиётда тўлиқ бандлик ҳолати кузатилади. Моделдаги резидентларнинг даромади ишбу савдо ва носавдо хусусидаги товар ва хизматларни ишлаб чиқариш ҳамда чет эл активлари бўйича фойз кўринишида олинган даромадлардан шаклланган.

Моделдаги жорий ҳисоб операциялари мавжуд савдо ва носавдо хусусидаги товар ва хизматлар чегириб ташлаш ҳамда чет эл активларидан хусусдаги истеъмол ҳажмини йиғиндисидан худди шундай келадиган фойз кўринишдаги даромадларни ифодалайди. Агар жорий операциялар қолдиғи ижобий (профицит) ҳолатни ифодаласа, у ҳолда мамлакат чет эл активларини жамғараётган бўлади. Жорий операциялар

қолдиғининг профицит ёки дефицит бўлиши мамлакатдаги ички жамғармаларга боғлиқ бўлади. Агар мавжуд бойлик кўзда тутилган даражадан ортиқ бўладиган бўлса, у ҳолда иктисодиёт субъектлари ўз жамғармаларини сарф қилишга ўтадилар, ва аксинча ҳолатда эса уни жамғаришни маъқул кўрадилар.

Шунингдек, моделда валюта курсининг статистик кутиш эҳтимоли ҳам назарда тутилган: $\Delta s^e = 0$.

Модел шундай тузилганки, унда ҳар хил шок ҳолатларининг таъсири уч давр оралиғида кўриб чиқилади (шок юз берган заҳотидаги ҳолат, қисқа муддатли ва узок муддатли даврлар). Шок юз берган заҳотидаги ҳолат активларни зудлик билан мувофиқлаштириш билан ифодланади. Қисқа муддатли даврда активларнинг баҳоси нархлар умумий даражасига таъсир кўрсатиб, мавжуд ва кўзда тутилган бойлик ўртасидаги тафовутни ҳамда жамғарма ва жорий операциялар ҳисоб қолдиғи бўйича ҳолатларни аниқлаштириб бериш билан ифодланади. Моделдаги бундай ўзгаришлар охир оқибатда иктисодиётни узок давр учун янгитдан мувозанатлаштиришга шароит яратиши билан изоҳланган.

Ушбу мувозанат бир вақтнинг ўзида учта бозорда, яъни товар, пул ва облигациялар бозорида ўрнатилишига сабаб бўлади. Пул ва облигациялар бозоридаги мувозанат ҳолати товарлар бозоридаги мувозанатга боғлиқ ҳолда кечади. Фойз ставкаси (i^*) ва жорий операциялар (S^*) ҳисобидаги мувозанатли ҳолат пул ва облигациялар бозоридаги талаб ва таклиф мувозанатини таъминлаб беришга хизмат қилади. Жорий операциялар, яъни S^* нинг мувозанатли ҳолати эса ўз навбатида, савдо ва носавдо хусусидаги товарлар мувозанатини таъминлашга замин яратади.

Валюта курсининг мувозанатли ҳолати моделдаги бир қанча параметрлар таъсирида аниқлаштирилади, хусусан миллий ва чет эл облигацияларига бўлган талаб эластиклиги, бойликка бўлган талаб даражаси, маҳаллий ва чет эл фойз ставкалари даражаси, ички облигациялар таклифи, мамлакатнинг фаровонлик даражаси ва бошқалар. Миллий валютадаги облигациялар таклифининг ортиши жаҳон активлари бозорида улар нархининг тушишини ва миллий валютанинг қадрсизланишини келтириб чиқаришини ифодалайди. Ички иктисодий фаровонликнинг ортиши эса ички активларга бўлган талабни оширишга ва шунинг таъсирида миллий валюта қадрининг мустаҳкамланишига замин яратишини билдиради. Ички фойз ставкасининг ҳам кўтарилиши миллий валюта қадрини оширишга олиб келиши таъкидланади.

7. Микроструктуралли модель

Мазкур модель валюта курсини шакллантиришнинг янги модели сифатида эътироф этилган бўлиб, иктисодчилар Taylor¹¹⁶, Flood¹¹⁷ ва Lyons¹¹⁸ лар томонидан дастлабки тадқиқотлар амалга оширилган. Валюта

¹¹⁶Taylor M. The Economics of Exchange Rates. Journal of Economic Literature, vol., 33:1, 1995. pp. 13-47.

¹¹⁷Flood M. Microstructure Theory and the Foreign Exchange Market. Federal Reserve Bank of St. Louis Quarterly Review, November-December, 1991. pp. 52-70.

¹¹⁸Lyons R.K. The Microstructure Approach to Exchange Rates (Cambridge, MA: MIT Press), 2001.

бозорининг микроструктураси дейилганда унда иштирок этувчилар таркиби, тури ва хулк-атвор стратегиясининг ўзига хос жиҳатлари назарда тутилади. Бир томондан, бундай ёндашув номинал валюта курсининг мувозанатли курс ҳолатидан четланиш сабабларини фундаментал макроиктисодий кўрсаткичлар тахлили орқали назарий жиҳатдан тушуниш имкониятини берса, иккинчи томондан, ушбу тахлил бозор иштирокчилари ўртасида ахборотлар алмашинуви (узатилиши) жараёнини тадқиқ қилиш, иктисодиёт субъектлари хулк-атворини ўрганиш, валютага бўлган талаб ва таклиф оқими, ахборотлар оқими, иштирокчиларнинг кутиши, валюта курсининг кескин тебраниши ва уни барқарорлаштириш билан боғлиқ чора-тадбирлар белгиланишини ифодалайди.

Микроструктурали стандарт моделда номинал валюта курсини шакллантириш иктисодиёт субъектларининг турли даражадаги (ахборот билан таъминланган ва таъминланмаган субъектлар) тоифаларидан валюта савдосига оид келиб тушадиган буюртмалар бўйича амалга оширилиши кўзда тутилади (De Grauwe ва Grimaldi)¹¹⁹. Валютага бўлган талаб бозор буюртмалари терминлари бўйича амалга оширилади. Трейдерлар энг мақбул нархлар бўйича савдони амалга оширилишини талаб қиладилар. Барча буюртмалар маркет-мейклар томонидан жорий спот курс бўйича амалга оширилади (Kyle, Evans, Lyons)¹²⁰.

Номинал валюта курси динамикаси қуйидаги тенгламада келтирилган:

$$S_{t+1} = S_t + a^M(A_t^I + A_t^U) + \epsilon_{t+1} \quad (1.21)$$

Ушбу динамика ахборот билан таъминланган (A_t^I) ва таъминланмаган (A_t^U) субъектлар томонидан юборилган валюта савдо бўйича соф буюртмалар ҳажмига, трейдерларнинг ва бозордаги бошқа ҳолатларга кўра аниқланиши ифодаланган. Бу ерда, S_t - t вақт бирлиги давомида шаклланган спот-курс лагорифми; a^M - маркет-мейкларнинг ижобий коэффициент реакцияси сифатида қаралган. Моделда валюта курсининг тебраниши уч турдаги манбага нисбатан тахлил қилинган:

- 1) Бозордаги шовкин-сурон ҳолати (ϵ_{t+1}), яъни умумий ахборотни ўзида мужассам этган ҳолат, бу ўз навбатида маркет-мейкларнинг қарор қабул қилишига тўғридан-тўғри таъсир кўрсатади.
- 2) Валюта бозори иштирокичлари томонидан библирилайётган буюртмалар оқими орқали валюта курсига таъсир этувчи умум маълум бўлган янгиликлар.
- 3) Умум маълум бўлмаган (чекланган) янгиликлар билан боғлиқ бўлган буюртмалар оқимининг тебраниш ҳолати.

Одатда валюта бозоридеги буюртмалар рискка бетараф (нейтрал) бўлган иктисодий субъектларнинг буюртмалари бўйича шакллантирилади ва уларнинг қўйилмалари ушбу активлардан қутилайётган даромадга боғлиқ

¹¹⁹ Grauwe P., Grimaldi M. The exchange rate in a behavioral finance framework, Princeton University Press. International Review of Economics & Finance, Volume 16, Issue 2, 2007, pp. 300-302.

¹²⁰ Kyle A.S. Continuous Auctions and Insider Trading. Econometrica, vol. 53, No 6, 1985, pp. 1315-1336.; Evans M.D., Lyons R.K. Order Flow and Exchange Rate Dynamics. Journal of Political Economy, vol. 110, 2002, pp. 170-180.

бўлади. Бозордаги прогноз кўрсаткичларининг мунтазам хатоликлари одатда ахборот билан таъминланмаган трейдерларнинг инвестицион стратегиялари бўйича қабул қиладиган қарорлари билан ифодаланмоқда. Бундай трейдерларни одатда «шовкин-суронли трейдрлар» деб аташади (Black, 1986)¹²¹. Шунингдек, амалиётда ахборот билан таъминланмаган трейдерлар қаторига «Chartists», яъни валюта курси прогнозларини техник тахлилларга асосланган ҳолда амалга оширувчи иштирокчиларни ҳам киритишади (Allen, ва Taylor, Sager ва Taylor)¹²².

Ахборот билан таъминланмаган трейдерларнинг буюртмаларини шакллантириш қуйидаги кўринишга эга:

$$A_t^U = a^U(s_t - s_{t-1}) + b^U(i_t^* - i_t) \quad (1.22)$$

Бу ерда: $i_t^* - i_t$ - миллий ва чет эл депозитларига таклиф этилган фойз ставкалари. Маркет-мейкларнинг реакция коэффициентини b^U ҳам ижобий, хам салбий аҳамиятга эга бўлиши мумкин. Агар ижобий бўлса ($b^U > 0$), у ҳолда қопланмаган фойз паритети шартини бажарилганлигини ва ахборот билан таъминланмаган трейдрларнинг шунга бўлган ишончини ифодалайди. $i_t^* - i_t$ яъни чет эл депозитларига фойз ставкаси юқори бўлса, у ҳолда миллий валютанинг девальвацияланишига ва аксинча миллий депозитларга бўлган фойз ставкасининг юқорилиги миллий валютанинг ревальвацияланишига олиб келишини инobatта олган ҳолда трейдрлар ўз қарорларини қабул қиладилар.

Ахборот билан таъминланган трейдрларнинг буюртмаларини шакллантириш қуйидагича кўринишга эга:

$$A_t^I = a^I w_t (f_t - s_t) + b^I (i_t^* - i_t) \quad (1.23)$$

Бу ерда: f_t - номинал валюта курсининг истикболли (прогноз) кўрсаткичи; a^I - ижобий реакция коэффициентини; $0 < w_t < 1$ - ахборот билан таъминланган трейдрларнинг валюта курсини прогнозлаштиришга қўшган хиссаси; b^I - параметр хам ижобий, хам салбий бўлиши мумкин.

Ахборот билан таъминланган трейдрларнинг фундаментал макроиктисодий тахлилларга асосланган прогноз кўрсаткичлари валюта курсининг барқарорлигини сақлашга сезиларли даражада таъсир кўрсатади.

Агар валюта курси мувозанатли курсдан сезиларли даражада четланса, ахборот билан таъминланган трейдрлар бозорга бўлган ишончини йўқотадилар ва ўз позицияларини ёпишга ҳаракат қиладилар. Бошқача айтганда, фундаментал тахлил натижаларига кўра шакллантирилган буюртмалар зарар қўради (Shleifer ва Vishny)¹²³ ва аксинча курс тебраниш прогнози ўзини оқласа бозорга бўлган ишонч ортади.

¹²¹ Black S. The Effects of Alternative Intervention Policies on the Variability of Exchange Rates the Harrod Effect. In Exchange Rate Management under Uncertainty, ed. Bhandari J.S., Cambridge MA and London MIT Press, 1985.

¹²² Allen H., Taylor M. Charts, noise and fundamentals in the London foreign exchange market. The Economic Journal, vol. 100, issue 400, Conference papers, 1990, pp. 49-59.; Sager M.J., Taylor M.P. Under the Microscope: The Structure of the Foreign Exchange Market. International Journal of Finance and Economics, vol. 11, 2006, pp. 81-95.

¹²³ Shleifer A., Vishny R.W. The Limits of Arbitrage. The Journal of Finance, vol. 52, issue 1, 1997, pp. 35-55.

Марказий банклар ушбу моделда кўпроқ маълумотга эга бўлган субъект сифатида эътироф этиладилар, улар фундаментал макроиктисодий кўрсаткичларнинг ўзгариши ҳақидаги маълумотлардан олдинроқ хабар топадилар ва валюта курсига таъсир этиш имкониятларини ошира оладилар (Sager ва Taylor)¹²⁴. Марказий банклар интервенция туфайли трейдрларни ўз қарорларига бўлган ишончларини оширадилар ва бозорда фаол ҳаракат қилишга чорлайдилар. Шу боис интервенция трейдрларнинг кутишларини мувофиқлаштирувчи инструмент (восита) сифатида қаралади.

Юқоридаги моделларнинг қисқача тарзда шакллантирилган маълумотлари билан 8-иловада танишиш мумкин. Айни ватқда ушбу моделларнинг тахлилларига асосланган ҳолда чиқарилган хулосалар куйидагича:

валюта курси динамикасига таъсир этувчи асосий омиллар каторига миллий ва чет эл фойз ставкалари фарқи (жорий ва кутилаётган фойз ставкалари), пул таклифининг миқдорлари, кутиладиган инфляция даражалари, ЯИМ ва истеъмол ҳажми ҳамда давлат харажатлари таъсирини киритиш мумкин;

валюта курси моделининг биринчи авлод моделлари сифатида Манделл-Флеминг, монетар, Дорунбуш ва портфел моделларини алоҳида қайд этиб ўтиш мумкин. Уларни харид қобилияти паритети концепцияси, қопланмаган фойз паритети ҳамда макроиктисодий тахлил ёндашувлари бир максат сари бирлаштиради;

портфелли моделнинг бошқа моделлардан асосий фарқ қилувчи жиҳати, турли мамлакатлар активлари номукамал рақобат шароитида бир-бирини ўзаро қоплай олмаслигидадир;

Обстфельд-Рогтофнинг умумий мувозанат модели ва микроструктуралли моделлар валюта курси моделининг иккинчи авлодини ташкил қилади. Улар микродаражадаги омилли ўзгарувчилардан фойдаланган ҳолда макродаражадаги жараёнларни тадқиқ этишга йўналтирилгандир;

биринчи ва иккинчи авлод моделларининг хулосалари бир-бирини тўлдирсада, иккинчи авлод модели валюта курсини прогноз қилишда бир мунча самаралироқдир. Мисол учун, Обстфельд-Рогтоф моделида пул маблағларини банкдан ташқарида сақлаш ортикча муқобил харажатларни ва бу харажатлар истеъмол ҳажмига таъсир этиши натижасида валюта курсининг тебранишига сабаб бўлишини таъкидлайдилар. Муаллифлар бу билан трансмиссион механизм каналини валюта курсига таъсир этувчи энг муҳим омил сифатида қарайдилар;

микроструктуралли модель эса трейдрларнинг гетероген (бир хил эмаслик) тавсифларга эга бўлишлари ва валюта курсини валюта савдосига бўлган талаб ва таклиф буюртмалари оқимида кўра аниқлашни эътироф этади. Шу билан бирга валюта курси тебранишларини мувофиқлаштиришда

¹²⁴ Sager M.J., Taylor M.P. Under the Microscope: The Structure of the Foreign Exchange Market. International Journal of Finance and Economics, vol. 11, 2006, pp. 81-95.

Марказий банкнинг ролини, яъни валюта курсини барқарорлаштириш имкониятларининг юқори бўлишини таъкидлайдилар.

валюта курси моделларининг тахлили Марказий банки томонидан амалга ошириладиган стерилизация қилинадиган ва стерилизация қилинмайдиган интервенция воситасининг қўлланилиш механизмига ҳам боғлиқ бўлади (бу ҳақда тўртинчи бобда батафсил маълумот олиш мумкин).

Юқоридаги моделлар тахлилидан келиб чиққан ҳолда Ўзбекистон шароитида қайси моделдан фойдаланиш энг юқори самара бериши мумкинлиги бўйича таклифлар.

Биринчи модель - қопланмаган фойз паритети. Ушбу моделнинг бош ғояси - икки мамлакат ўртасидаги фойз ставкасининг фарқи валюта курси ўзгариши натижасида мувофиқлаштирилган даромаднинг (кутиладиган даромаднинг) ҳам бир хил бўлишини назарда тутати. Назарий жиҳатдан қараганда бизнинг ҳаракатимиз ушбу ғоянинг моҳиятига мос келади, аммо амалий жиҳатдан уни бажармайди. Маҳаллий ва чет эл фойз ставкаларининг фарқи миллий валюта курсининг ўзгариш даражасига мос. Шу боис, ушбу моделдан ҳозирги вақтда фойдаланиш ўз самарасига эмас. Аммо ушбу модель қондасидан узок муддатли истиқболда фойдаланиш мумкин (ривожланган фойд бозори шароитида).

Иккинчи модель - Манделл-Флеминг модели. Моделнинг бош ғояси капиталнинг мукамал мобиллиги, қаттиқ нарх сиёсати ва импорт таклиф эгри чизигининг абсолют эластиклигига асосланади (кичик очик иктисодиёт нуқтаи назаридан). Мазкур модель сузувчи курс режимида тадқиқ этилган.

Агар мамлакатнинг жорий валюта курси режимини қатъий валюта курси режимида эканлигини инобатга олсак, ушбу моделга тўхтаб ўтишнинг ҳожати йўқ. Аммо моделда келтирилган эндоген ўзгарувчиларнинг, яъни номинал айирбошлаш курси, ишлаб чиқариш (ЯИМ) ва ички номинал фойз ставкасининг валюта курсига таъсир тректориялари эркин валюта курси режими томон ҳаракатланаётганлигини кузатиш мумкин. Капиталлар ҳаракати бўйича эркин конвертациянинг очилиши ва улар мобиллигининг фаоллашуви натижасида иктисодиётга таъсир самарадорлиги сезиларли бўлганда унинг параметрларидан фойдаланиш мумкин. Мазкур модель кўпроқ узок келажакка ҳосил, айни вақтда уни қўллаш кутилган самарани бермайди.

Учинчи модель - монетар модель (қайишқок нархлар сиёсати). Моделнинг бош ғояси миллий ва чет эл иктисодиётларидаги пул массаси миқдорининг тартибга солинишидир. Шунингдек, мазкур монетар моделдан катта ва кичик иктисодиётда фойдаланиш мумкинлиги алоҳида таъкидланади.

Мамлакатимизнинг кичик очик иктисодиёт сифатида фаолият кўрсатаётганлигини инобатга олсак, ушбу модель параметрларидан валюта курси барқарорлигини таъминлашда фойдаланиш мумкин. Бунинг учун эса мамлакат ҳеч бўлмаганда асосий савдо ҳамкор давлатлар бўйича ушбу моделнинг ўзгарувчиларини мунтазам равишда фундаментал тадқиқ этиши ва валюта курси барқарорлигини таъминлашга ҳаракат қилиши зарур. Ушбу

моделни амалга ошириш имкониятлари бошқа моделларга нисбатан бир мунча юқори.

Тўртинчи модель – Дорибуш модели (каттик нархлар сиёсати). Моделнинг бош ғояси кутилаётган инфляция даражасининг ялпи талабга таъсири натижасида валюта курсининг кескин тебранишларига сабаб бўла олишидир (киска муддатли даврда). Шунингдек, ушбу моделда нархлар даражаси киска ва узок муддатли даврларда мос равишда каттик ва юмшок тавсифга эга бўлиши билан изоҳланади. Модель ғояси ва хусусиятларидан келиб чиққан ҳолда шуни айтиш мумкинки, мавжуд вазият ҳам назарий, ҳам амалий жиҳатдан ушбу модель талабларига мос келмайди, гарчи мамлакатда каттик пул-кредит сиёсатидан кенг фойдаланиб келинаётган бўлса-да. Таҳлиллар шуни кўрсатмоқдаки, валюта курсининг барқарорлиги кутилаётган инфляция даражаларига эмас, балки узлуксиз равишда амалга оширилаётган девальвация даражаларига боғлиқ бўлиб қолмоқда. Ушбу модель талабларига мос харажатларни амалга ошириш учун фикримизча, инфляцияни таргетлаш механизмига ўтиш ва асосий савдо ҳамкор мамлакатлар билан модель параметрлари бўйича (пул массаси, фоиз ставкаси, инфляция даражаси, давлат харажатлари, ЯИМ ҳажми) фундаментал макроиктисодий таҳлилларни амалга ошириш лозимдир.

Бешинчи модель – Обстфельд-Роггоф модели. Моделнинг бош ғоясини микроиктисодиёт асослари таъсирида таъсирида макроиктисодий мувозанатга эришиш ва унинг таъсирида валюта курси барқарорлигини таъминлаш ҳисобланади. Модель икки мамлакат ўртасидаги монополистик рақобат шароити ва каттик нарх сиёсатига асосланган муносабатлар тизими нуктаи назаридан таҳлил қилинган. Шунингдек, моделнинг асосий ўзгарувчилари сифатида пул массаси ва истеъмол ҳажми омиллари олинган. Мазкур моделнинг хусусиятларини инобатга оладиган бўлсак (монополистик рақобат шароити), унга тўхталиб ўтиришнинг ҳожати йўқ, деб ҳисоблаймиз.

Олтинчи модель – портфелли модель. Моделнинг бош ғояси миллий ва чет эл активларининг (облигациялар, валюталар) алмашинув жараёни, яъни савдоси номукамал рақобат шароитида юз беришига асосланган. Модель фоиз ставкалари ҳамда мамлакатдаги умумий фаровонлик даражалари муҳим ўзгарувчилар (омиллар) сифатида таҳлил этилган. Моделдаги валюта курсининг мувозанатли ҳолати бир қанча параметрлар таъсирида аниқлаштирилган, хусусан миллий ва чет эл облигацияларига бўлган талаб эластиклиги, бойликка бўлган талаб даражаси, маҳаллий ва чет эл фоиз ставкалари даражаси, ички облигациялар таклифи, мамлакатнинг фаровонлик даражаси ва бошқалар. Агар моделнинг хусусиятларига эътибор қаратадиган бўлсак, мавжуд валюта курсининг шаклланиш жараёни ундаги жиҳатларга мос келмаслигини кўриш мумкин. Хусусан, облигациялар бозорининг ривожланмаганлиги ушбу моделнинг талабларини рўёбга чиқаришни қийинлаштиради. Рискларни хеджирлаш амалиётининг йўлга қўйилмаганлиги ушбу моделнинг Ўзбекистон шароитида қўллаш амалиётини

қийинлаштиради. Аммо узок муддатли истиқболда ушбу модель параметрларидан фойдаланиш мумкин.

Еттинчи модель – микроструктурални модель. Моделнинг бош ғояси валюта бозори иштирокчиларининг таркиби, тури ва хулқ-атвор стратегиясига асосланади (иштирокчиларнинг ахборот билан таъминланганлик ёки таъминланмаганлик даражаси, ахборотлар оқими - очик ёки ёпик ахборотлар шаклида, иштирокчиларнинг кутиши ва б.). Мазкур модель параметрларини инобатга олган ҳолда фикр билдирадиган бўлсак, ушбу моделда кўпроқ микдорни кўрсаткичларга эмас, балки сифат кўрсаткичларига урғу берилган. Ушбу сифат кўрсаткичлари фонд ва валюта бозори фаолияти ривожланган мамлакатлар амалиётига кўпроқ мос келади. Биздаги мавжуд ҳозирги ҳолатни эътиборга оладиган бўлсак, ушбу модель параметрларидан фойдаланиш ўз аҳамиятига эга эмас. Аммо унинг параметрларини узок муддатли истиқболда қўллаш имкониятлари юқори. Фонд ва валюта бозори фаолиятларининг техник ва технологик имкониятларининг ошиши ушбу бозор иштирокчиларининг микдор ва сифат кўрсаткичларининг ошишига замин яратади.

Мазкур моделларни Ўзбекистон шароитида қўллаш бўйича хулоса қуйидаги 2.5-жадвалда келтирилган.

2.5-жадвал

Валюта курси шаклланишининг мавжуд моделларидан Ўзбекистон амалиётинида фойдаланиш бўйича хулосавий жадвал

Моделлар номи	Яқин келажакда такомиллаштирилган ҳолда қўллаш мумкин	Яқин келажакда қўллаш мумкин эмас	Модификацияланган ҳолда қўллаш мумкин
Қопланмаган фонд паритети (I)		мумкин эмас	I-II-III-IV
Манделл-Флеминг модели (II)	мумкин		
Монетар модель (кайишқок нархлар сиёсати) (III)	мумкин		
Дорибуш модели (каттик нархлар сиёсати) (IV)	мумкин		
Обстфельд-Роггоф модели (V)		мумкин эмас	II-III-VI-VII
Портфелли модель (VI)	мумкин		
Микроструктурални модель (VII)	мумкин		

Манба: тадқиқотлар асосида муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

Мазкур жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, яқин келажакда мамлакатимиз монетар сиёсат йўналишларини II ва V-моделлардан ташқари алоҳида-алоҳида такомиллаштирилган ҳолда қўллаш мумкин. Шунингдек, улардан модификацияланган ҳолда ҳам фойдаланиш мумкин. Фонд ва валюта бозорининг ривожланмаганлиги ҳамда капиталлар ҳаракатининг мобиллиги такомиллашмаганлиги шароитида портфелли ва микроструктурални моделлардан фойдаланиш ўзининг кутилган самарасини бермайди. Монетар, Дорибуш ва Манделл-Флеминг моделлари эса бизнинг ҳозирги амалиётимизга бирмунча яқин. Ушбу моделлардаги асосий қондалар ва инструментларнинг синтезидан фойдаланган ҳолда мавжуд монетар

сиёсатнинг, шу жумладан валюта сиёсатининг такомиллаштирилган методологиясини ишлаб чиқишда ижодий фойдаланиш мумкин.

Иккинчи боб бўйича хулосалар

1. Валюта курси режими назариясининг ривожланишига ўзининг муносаб хиссасини қўшган етук иқтисодчилардан J.Keynes, R.Mundell ва M.Fridmanларни алоҳида ажратиб кўрсатиш мумкин. Хусусан, R.Mundellнинг «имконсиз учлик» (impossible trinity) деб номланган назарияси валюта курси режими ва сиёсати билан боғлиқ фундаментал тадқиқотларни амалга ошириш йўналишларини янада кенгайтиришга сабаб бўлди. Макбул валюта курси режимини танлаш масаласи ҳар бир мустақил мамлакат учун ўз манфаатлари нуктаи назаридан ёндашишни ва қарор қабул қилишни талаб этади. Уни миллий иқтисодиётнинг ривожланиш стратегияси ва тактикасига, мақсад ва вазифаларига, устувор йўналишларига мос равишда амалга ошириш лозим.

2. Айни вақтда ХВФ томонидан эътироф этилган 10 та таснифдаги валюта курси режимлари амал қилмоқда. У ёки бу валюта курси режими таъсирида валюта курсини шакллантириш ва назорат қилиш энг муҳим муаммоли масалалардан бири ҳисобланади. Шу боис мазкур муаммони илмий ва амалий жиҳатдан ҳал этишда валюта курсининг шаклланиш методологияси сиёсатининг воситаларидан иборат методологик ёндашув ўзининг ижобий таъсирига эга бўлса, эркин валюта курси шароитида эса девиз сиёсати воситаларидан (интервенция, диверсификация) иборат методологик ёндашув ўз аҳамиятига эга. Айнан мана шу жиҳат Марказий банкнинг валюта сиёсати методологиясини такомиллаштиришга таъсир этувчи муҳим омил ҳисобланади.

3. Янги давр иқтисодий ислохотларининг стратегияси, концепцияси, йўналишлари, мақсад ва вазифаларидан ҳамда асосий савдо ҳамкор мамлакатларнинг валюта сиёсати бўйича амалга оширган ислохотларидаги ўзгаришлар натижаларидан келиб чиққан ҳолда амалдаги «Тебранувчанга ўхшаш» валюта курси режимини «Сузувчи» валюта курси режимига ўзгартириш мақсадга мувофиқдир. Бунда асосий эътибор жорий халқаро операциялар бўйича тўлиқ конвертацияни, капиталлар ҳаракати бўйича эса қисман конвертацияни (кейinchалик эса тўлиқ) жорий қилишга қаратилиши лозим.

4. Юридик ва жисмоний шахслар учун амал қилаётган чет эл валютасидаги халқаро тўлов карталари сингари миллий валютада ҳам халқаро тўлов карталарини жорий қилиш мақсадга мувофиқдир. Бунинг асосий сабаби ҳар хил қутилмаган сиёсий ва иқтисодий таҳдидлардан миллий тўлов тизимини ҳимоя қилишдир.

5. Миллий валютанинг чет эл валютасига нисбатан курсини шакллантиришда экспорт ва импорт операцияларининг реал самарали алмашув курсига нисбатан эластиклик кўрсаткичларидан келиб чиққан ҳолда ёндашиш мақсадга мувофиқдир. Капиталлар ҳаракати бўйича эркин конвертациянинг жорий қилиниши шароитида эса тўлов баланси

моддаларининг реал самарали алмашув курсига нисбатан эластик кўрсаткичларидан келиб чиққан ҳолда ёндашиш мақсадга мувофиқдир.

6. Валюта ресурслари мобилизациясини самарали ташкил этиш ва таксимлаш механизмнинг шаффофлиги ва хавфсизлигини таъминлаш мақсадида валюта бозори савдоси инфратузилмасини изчил модернизациялаш лозим. Бунда, биринчи навбатда, юридик ва жисмоний шахслар учун валюта биржасида иштирок этишнинг табақалаштирилган ҳамда ихтисослаштирилган (валюта деривативлари бўйича) электрон савдо тизимларига алоҳида эътибор қаратиш ва уни жорий қилиш мақсадга мувофиқдир.

7. Энг фаол ва илғор инвесторлар учун макбул ишбилармонлик ва инвестиция муҳитини янада такомиллаштириш, улар томонидан сифатли иш ўринлари ва юқори қўшилган қийматли маҳсулотлар ишлаб чиқарилишини бевосита рағбатлантириш мақсадида, истисно тариқасида, уларга капиталлар ҳаракати операцияларининг айрим йўналишлари бўйича эркин конвертацияни босқичма-босқич жорий қилиш мақсадга мувофиқдир.

8. Валюта курсининг шаклланишига молиявий ресурслар таъсирини самарали тартибга солиш мақсадида қимматли қоғозлар бозори инфратузилмасини изчил такомиллаштириш лозим. Бунда, биринчи навбатда, жисмоний шахслар учун тўғридан-тўғри фонд бозори савдосида иштирок этишнинг шаффоф электрон тизимини жорий қилиш ва уни рағбатлантириш чора-тадбирларини, шунингдек валюта сиёсатини либераллаштиришнинг салбий оқибатларини аҳолининг ижтимоий ҳимояга муҳтож қатламлари турмуш даражасига таъсирини камайтириш мақсадида уларга валюта муносабатлари билан боғлиқ операциялар бўйича алоҳида ҳуқуқий меъёрий тартиботлар ишлаб чиқиш мақсадга мувофиқдир.

9. Валюта курсининг барқарорлигига таъсир этувчи асосий омиллар каторига миллий ва чет эл фониз ставкалари ўртасидаги фарк, шу жумладан жорий ва қутилаётган фониз ставкалари ўртасидаги фарк, нул таклифи (кенг пул массаси) ҳажми, жорий ва қутилаётган инфляция даражалари, халқаро пул ўтказмалари (трансфертлар), соф экспорт, ЯИМ ва ялпи истеъмол ҳажми ўртасидаги фаркларни киритиш мумкин.

10. Валюта курси моделининг биринчи авлод моделлари сифатида Манделл-Флеминг, монетар, Дорнбуш ва портфел моделларини алоҳида қайд этиб ўтиш мумкин. Уларни харид қобилияти паритети концепцияси, қопланмаган фониз паритети ҳамда макронқтисодий таҳлил ёндашувлари бир мақсад сари бирлаштиради. Портфелли моделининг бошқа моделлардан асосий фарк қилувчи жиҳати, турли мамлакатлар активлари номукамал рақобат шароитида бир-бирини ўзаро қоплай олмаслигидадир. Обстфельд-Роггофнинг умумий мувозанат ва микроструктуралли моделлари валюта курси моделининг иккинчи авлодини ташкил қилади. Улар микродаражадаги омилли ўзгарувчилардан фойдаланган ҳолда макродаражадаги жараёнларни тадқиқ этишга йўналтирилгандир. Микроструктуралли модель эса трейдрларнинг гетероген (бир хил эмаслик) тавсифларга эга бўлишлари ва валюта курсини

валютага бўлган талаб ва таклифдан келиб чиққан ҳолда аниқлашни эътироф этади. Шу билан бирга валюта курси тебранишларини мувофиқлаштиришда Марказий банк ролини жуда юқори эканлигини таъкидлайдилар.

11. Юқоридаги моделлар таҳлилидан келиб чиққан ҳолда Ўзбекистон шароитида фойдаланиш мумкин бўлган модель сифатида Монетар, Дорнбуш ва Манделл-Флеминг моделларининг модификациялашган шаклини қайд этиш мумкин. Ушбу моделларни модификация қилиш орқали валюта курси барқарорлигига самарали таъсир кўрсатиш мумкин. Хусусан, пул массасини назорат қилиш, инфляцион қутилмалар таъсирини таҳлил қилиш ва валюта алмашув курсини тартибга солиш воситаларидан иборат модификациялашган моделдан фойдаланиш мақсадга мувофиқдир. Бундай ёндашув иктисодиётда пул массасини самарали назорат қилишни (фоиз ва кредит каналлари орқали), пул массасини назорат қилиш валюта курсини назорат қилишни (депозит ва валюта каналлари орқали), валюта курсини назорат қилиш эса инфляцион қутилмаларни ҳамда пулнинг нисбий харид қобилиятини (паритет канали орқали) назорат қилишга имконият яратади.

12. Фонд ва валюта бозорининг ривожланганлиги шароитида Манделл-Флеминг, портфелли ва микроструктуралли моделларнинг модификациялашган шаклларида фойдаланиш ўз самарасига эгадир.

III БОБ. ДЕВИЗ СИЁСАТИ ВОСИТАЛАРИНИНГ МАКРОИҚТИСОДИЙ КЎРСАТКИЧЛАР САМАРАДОРЛИГИГА ТАЪСИРИ.

3.1-§. Девальвация воситасининг макроиктисодий кўрсаткичлар самарадорлигига таъсири.

Мамлакат иктисодиётининг барқарор ривожланиши ва ташқи савдо алоқаларининг кенгайиши, бошқа омишлар билан бир қаторда, мамлакатда амалга оширилаётган валюта девальвацияси воситаси таъсиридаги ўзгаришларга ҳам боғлиқдир.

Девальвация воситасини тор ва кенг маънода талқин қилиш мумкин. Тор маънода, девальвация воситаси маҳаллий товарлар экспортини рағбатлантириш ва уларни чет эл бозорида рақобатбардошлигини ошириш мақсадида миллий валюта курсини чет эл валюта курсига нисбатан пасайтириш чора-тадбирларини ўз ичига олган валюта сиёсатининг муҳим бўғини ҳисобланади.

Кенг маънода эса девальвация воситаси монетар феномендир¹²⁵. Бошқача айтганда, девальвация воситасида бутун макроиктисодий кўрсаткичларга бевосита ва билвосита таъсир этиш мумкин. Хусусан, ишлаб чиқаришга (ЯИМ), истеъмол, жамғарма, инвестиция, экспорт ва импорт, пул массаси каби кўрсаткичлар шулар жумласидандир.

Таҳлиллар шуни кўрсатмоқдаки, «узлуксиз-прогрессив» тарзда амалга оширилаётган девальвация сиёсати сўнгги йилларда макроиктисодий кўрсаткичларга ўзининг ижобий таъсирини етарлича кўрсата олмапти. Хусусан, экспорт-импорт алоқаларининг реал эффектив валюта курсига нисбатан эластиклик кўрсаткичлари ушбу фикримизни исботламоқда (мақоладаги иккинчи қисм таҳлилларига қаранг). Демак, мавжуд девальвация воситасининг усул ва механизмларини бугун ва келгуси истиқбол нуқтан назаридан қайта кўриб чиқиш ва уни такомиллаштириш зарур.

Таҳлилда девальвациянинг макроиктисодий кўрсаткичларга бўлган таъсири ички (ЯИМ, истеъмол, жамғарма, инвестиция) ва ташқи (экспорт-импорт) макроиктисодий мувозанат нуқтан назаридан кўриб чиқилган. Таҳлил даври узок (беш йиллик лаг) ва қиска (йиллик лаг) муддатли даврларни ўз ичига олган.

Таҳлил жараёнида маълумотларни статистик гуруҳлаш, киёслаш, ўртача арифметик таҳлил (квадрат четланиш, дисперсия, вариация коэффициентини) усуллари ҳамда экспорт-импорт эластиклигини аниқлаш бўйича Маршалл-Лернер шартидан фойдаланилган. Амалга оширилган таҳлил натижаларидан келиб чиққан ҳолда миллий валютани девальвациялашнинг такомиллаштирилган усуллари таклиф этилган ҳамда унинг ўрта муддатли (2017-2021 йй.) прогноз кўрсаткичлари ишлаб чиқилган.

Ички макроиктисодий мувозанат ҳолати ва унга девальвациянинг таъсири (узок муддатли лаг бўйича): ички макроиктисодий мувозанат

¹²⁵ Dornbusch R. Devaluation, money and nontraded goods. The American economic review, volume 63, issue 5. 1973, pp.871-880.

мамлакатнинг ички эҳтиёжлари учун зарур бўлган ялпи ишлаб чиқариш (ялпи таклиф) ва ялпи истеъмол (ялпи талаб) ўртасидаги мувозанат ҳолатини назарда тутгани (3.1-жадвал).

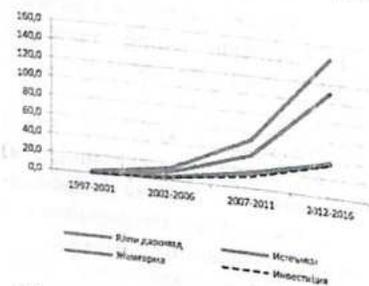
3.1-жадвал

Йиллар	Ялпи таклиф-ЯИМ (Y)	Ялпи талаб таркиби (C + I)		Ялпи талаб (E)	Мувозанат
		C - Истеъмол	I - Инвестиция		
1997-2001 йй.	2,5	1,9	0,7	2,6	Y < E
2002-2006 йй.	13,3	9,6	2,7	12,3	Y > E
2007-2011 йй.	51,3	34,8	12,2	47,0	Y > E
2012-2016 йй.	146,1	109,9	34,7	144,6	Y > E

Манба: Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида муаллиф ҳисоб-китоби. Изох: Барча кўрсаткичлар ўртача статистик усулда ҳисобланган (уларнинг дисперсияси, ўртача квадрат оғиши ва бошқа маълумотлар 9-иловада келтирилган). Истеъмол кўрсаткичи ЯИМ, инвестиция ва экспорт-импорт кўрсаткичларининг арифметик ифодаси натижасида ҳисобланган.

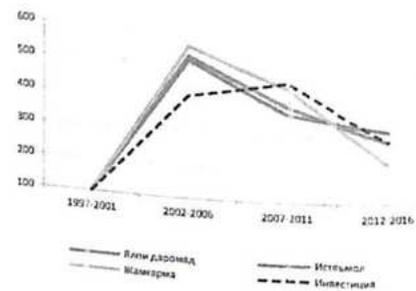
Юқоридаги 3.1-жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, 1997-2001 йилларда ялпи талаб (Истеъмол+инвестиция=1.9+0.7=2.6) ялпи таклифдан 0.1 трлн.сўмга ёки 4.0%га юқори бўлган. Демак, талабнинг таклифдан юқори бўлиши нарх-навонинг ўсишига ҳам таъсир кўрсатиб, инфляциянинг сабаб бўлган. Мазкур жараён кейинги даврларда ялпи таклифнинг ялпи талабдан ортиқ бўлиши билан изоҳланади. Агар ялпи таклиф 2002-2006 йилларда ялпи талабдан ўртача 8.1%га ёки 1.0 трлн.сўмга кўп бўлган бўлса, 2007-2011 йилларда у 9.1%га ёки 4.3 трлн.сўмга, 2012-2016 йилларда эса 1.0%га ёки 1.5 трлн.сўмга ортиқ бўлган. Бу эса ўз навбатида, инфляция даражасининг ҳам ушбу даврларга мос равишда, яъни 8.7% (2002-2006 йй.), 7.3% (2007-2011 йй.) ва 6.6% (2012-2016 йй.) даражасида пасайиш тенденцияси томон ҳаракат қилганлигидан дарак бермоқда.

Юқоридаги жадвал маълумотларининг динамик тавсифини куйидаги 3.1 ва 3.2-расм маълумотларидан яққол кўриш мумкин.



3.1-расм. Макроэкономик кўрсаткичлар ҳажми, трлн.сўм.

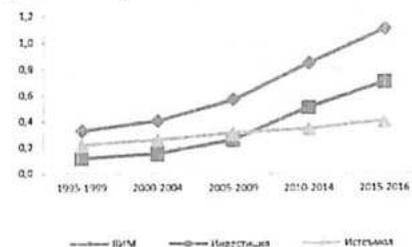
Манба: юқоридаги 1-жадвал маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилди.



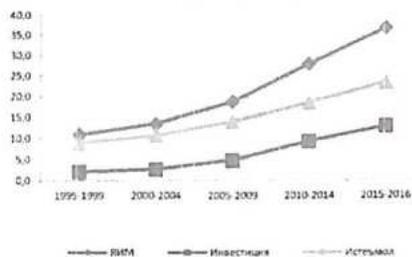
3.2-расм. Макроэкономик кўрсаткичларнинг ўсиш суръатлари (ўтган даврга нисбатан %да).

Ушбу расм маълумотларидан кўриниб турибдики, барча макроэкономик кўрсаткичлар таҳлил қилинаётган даврларда ўсиш тенденциясига эга. Аммо уларнинг ўсиш суръатлари 2002-2006 йиллар давридан бошлаб пасайиш тенденциясига юз тутган.

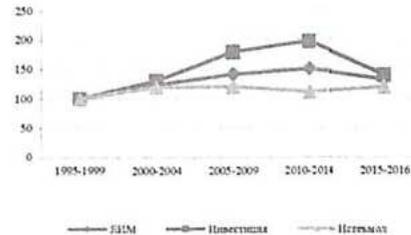
Юқоридаги жараённи солиштирма нархларда таҳлил қиладиган бўлсак, куйидаги тенденцияни кузатиш мумкин (3.3-3.4а-расмлар). 3.3-расм маълумотларидан кўриниб турибдики, ЯИМ, инвестиция ва истеъмол ҳажмининг ўсиш тенденциясини 1995 йилги нархларда солиштирганда, улар ўртасидаги фарқ диапозони бир-бирдан сезиларли даражада фарқланишини кузатиш мумкин.



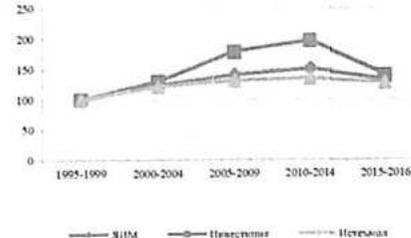
3.3-расм. ЯИМ, инвестиция ва истеъмол ҳажми (1995 йилги нархларда), трлн.сўм.



3.4-расм. ЯИМ, инвестиция ва истеъмол ҳажми (2005 йилги нархларда), трлн.сўм.



3.3 (а)-расм. ЯИМ, инвестиция ва истеъмолнинг ўсиш суръати (ўтган даврларга нисбатан %да).



3.4 (а)-расм. ЯИМ, инвестиция ва истеъмолнинг ўсиш суръати (ўтган даврга нисбатан %да).

Манба: Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди ва тузилди.

Ушбу фарқни 2005 йилги нархлар бўйича такқослаганда эса истеъмол ҳажмининг ЯИМ ҳажми ўсиши томон жуда яқинлашганини кўриш мумкин (3.4а-расм). Бу нимадан далолат беради? Буни инфляция ва девальвациянинг таъсири натижасидаги жараён сифатида изоҳлаш мумкин. Бошқача айтганда, инфляциянинг 1995 йилдаги 304.6%лик даражадан 2005 йилга келиб 8%гача, девальвациянинг эса 101.9%дан 9%гача пасайганлигининг натижасидир. Бу, бир томондан, умумий тенденция учун яхши ҳолат ҳисоблансада, иккинчи томондан эса ҳар бир алоҳида олинган беш йиллик давр учун салбий ҳолатни ифодалайди. Яъни, инфляция ва девальвациянинг таъсири натижасида аста-секин инвестициялар ўсиш ҳажмининг камайишини, истеъмолнинг эса

ошишини юзага келтириб чиқаришга сабаб бўлмоқда. Айниқса ушбу ҳолат охириги икки-уч йилда яққол сезилмоқда. Агар шундай тенденция кейинги йилларда ҳам сақланиб қоладиган бўлса, у ҳолда иқтисодийнинг аста-секин стагнация томон ҳаракатда бўлаётганлигига хулоса қилиш мумкин. Бундай ҳолатга йўл қўймаслик учун зудлик билан миллий валюта девальвациясига оид сиёсатни қайта кўриб чиқиш, уни ислоҳ қилиш ва инвестицияларни рағбатлантирувчи чора-тадбирларни комплекс ҳал этиш лозим бўлади.

Куйидаги 3.2-жадвал маълумотларидан кўришиб турибдики, жамғарма, истеъмол ва инвестициялар ҳажмининг ЯИМдаги нисбати тахлил қилинаётган даврларда кескин ўзгаришга юз тутган. Агар жамғарманинг нисбати 26.7%дан (1997-2001йй.) 32.1%га (2007-2011йй.) ошган бўлса, истеъмол нисбати шунга мос равишда 73.3%дан 67.9%га камайган (камайиш фарқи 5.4 фоиз пункт). Инвестициялар нисбати эса 25.8%дан 23.7%га ёки 2.1 фоиз пунктга пасайган. Натижада жамғарма ва инвестициялардан самарали фойдаланиш коэффициенти ушбу даврларда 38,8%га кам бўлган (3.2-жадвал).

3.2-жадвал

Даврлар	Истеъмол, жамғарма ва инвестицияларнинг ЯИМдаги нисбати, %					
	Истеъмол	Фарқ (+;-)	Жамғарма	Фарқ (+;-)	Инвестиция	Фарқ (+;-)
1997-2001 йй.	73,3		26,7		25,8	-2,1
2002-2006 йй.	71,8	-5,4	28,2	5,4	20,0	
2007-2011 йй.	67,9		32,1		23,7	
2012-2016 йй.	75,2	7,3	24,8	-7,3	23,7	-

Манба: юқоридаги 1-жадвал маълумотларига асосан муаллиф ҳисоб-китоби.
Изоҳ: жадвалдаги фарқ кўрсаткичларини аниқлашда 1997-2001 йиллар база сифатида олинган (100%).

Мазкур нисбат ўзгаришлари охириги беш йилликда (2012-2016 йй.) бироз тикланган. Истеъмомнинг ЯИМдаги нисбати 7,3%га ортган бўлса, жамғарманинг нисбати шунга мос равишда пасайган, инвестицияларнинг нисбати эса ўзгаришсиз даражада қолган (23,7%).

Юқоридаги умумий тенденциянинг бундай ҳолда ўзгаришига қандай омилларнинг таъсири сезиларли бўлган? Фикримизча, ушбу тенденцияга куйидаги омилларнинг таъсири сезиларли бўлган:

Биринчидан, иқтисодийни чуқур таркибий ўзгартириш ва модернизациялаш мақсадида ишлаб чиқилган кенг қамровли инвестиция дастурларининг қабул қилиниши. Агар 1997-2001 йилларда инвестициялаш дастурларининг ўртача суммаси 700,0 млрд.сўмни ташкил қилган бўлса, 2012-2016 йилларга келиб уларнинг миқдори 34,7 трлн. сўмга ёки 53 бараварга ортган;

Иккинчидан, пул-кредит ва солиқ-бюджет муносабатларининг мувофиқлаштирилиши натижасида иқтисодий субъектларига кредит ресурслари тақлифининг ортиши. Хусусан, сўнгги беш йилликда (2012-2016 йй.) кредит ресурсларининг ўртача миқдори 2002-2006 йилларга нисбатан 10 бараварга ортиб, 35,3 трлн.сўмни ташкил этган;

учинчидан, айрим йирик инвестицияларни тўлиқ ўзлаштириш (ишга тушириш) узоқ вақт талаб этиши сабабли (камида 4-5 йил) ишлаб чиқарилаётган маҳсулотлар ҳажми шунга мос равишда бўлиши ҳамда баъзи иқтисодий тармоқларнинг инвестицияларни ўзлаштириш имконияти/даражаси такомиллашмаганлиги боис ресурсларни ўз вақтида ўзлаштириш имкониятининг четда қолиши (таҳлил қилинаётган даврларда ўртача 12,1% ёки 7,0 трлн.сўм инвестиция маблағлари ўзлаштириш имкониятидан четда қолган);

тўртинчидан, 1998-1999 ва 2008-2009 йилларда юз берган иқтисодий-молиявий инқирозларнинг салбий таъсирини бартараф этиш бўйича ишлаб чиқилган комплекс иқтисодий чора-тадбирлар дастурининг амалга оширилиши ушбу тенденцияларга ўз таъсирини кўрсата олди.

Юқорида биз девальвация сиёсатини монетар феномен сифатида алоҳида қайд этиб ўтган эдик, шу боис унинг ЯИМга, истеъмол, инвестиция ва жамғармага бўлган билвосита таъсирини таҳлил қиламиз. Куйидаги 3.3-жадвал маълумотлари ушбу таҳлилимиз учун асос бўлиб хизмат қилади.

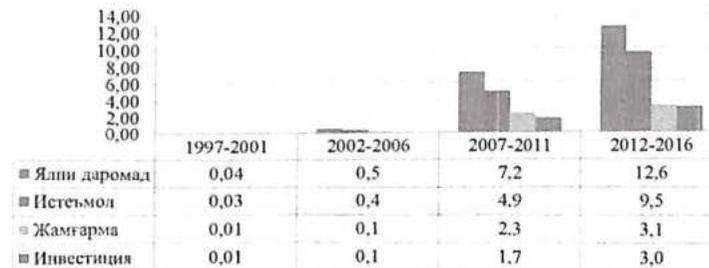
3.3-жадвал

Миллий валюта девальвацияси

Даврлар	Девальвация даражаси (фоиз)
1997-2001 йиллар	57,0
2002-2006 йиллар	25,8
2007-2011 йиллар	7,1
2012-2016 йиллар	11,6

Манба: Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг веб сайти маълумотларисосида муаллиф томонидан ҳисобланди. Ушбу ҳисоб-китоблар йиллик ўртача валюта курси бўйича аниқланган.

Куйидаги 3.5-расм ва 3.4-жадвал маълумотларидан кўришиб турибдики, 1%ли девальвациянинг таъсири таҳлил қилинаётган даврларда турлича тенденцияга эга. Жумладан, 1997-2001 йилларда ўртача 1%ли девальвацияга 1,8%, 2002-2006 йилларда 3,9%, кейинги даврларда мос равишда 14,1% ва 8,6% ЯИМ, истеъмол, жамғарма ва инвестициялар ҳажмининг ошиши тўғри келган.



Манба: юқоридаги жадваллар асосида муаллиф ҳисоб-китоби.
Изоҳ: олинган натижалар ўртача кўрсаткичларни ифодалайди.

3.5-расм. Девальвациянинг таъсир самарадорлиги (трлн.сўмда)

Девальвациянинг таъсири ушбу жараёнга пул таклифи канали оркали мувофиқлаштирилган. Маълумки, девальвация натижасида миллий валютанинг харид қобилияти пасаяди ва бу ўз навбатида, пулга бўлган талаб ва таклифни шунга мос равишда тебранишга таъсир этади. Ушбу таъсир жараёнини мувофиқлаштириш мақсадида таҳлил қилинаётган даврларда иқтисодийнинг монетизация даражаси сезиларли даражада ошган. Хусусан, 2012-2016 йилларда иқтисодийнинг ўртача монетизация даражаси (ЯИМга нисбатан) 2002-2006 йилларга нисбатан 10.6%га ошиб, 23.1%ни ташкил қилган.

Девальвациянинг таъсир самарадорлиги (%да) 3.4-жадвал

Даврлар	ЯИМ	Истеъмол	Жамғарма	Инвестиция
1997-2001 йиллар	1,8	1,8	1,8	1,8
2002-2006 йиллар	3,9	3,9	3,9	3,9
2007-2011 йиллар	14,1	14,1	14,1	14,1
2012-2016 йиллар	8,6	8,6	8,6	8,6

Манба: юқоридаги жадваллар асосида муаллиф ҳисоб-китоби. Девальвациянинг таъсир самарадорлиги оддий арифметик усулда ҳисобланган. Яъни, ҳар бир кўрсаткичнинг тегишли даврлардаги ўртача сўм қиймати тегишли даврлардаги девальвациянинг ўртача кўрсаткичига (фойз ҳисобидаги) бўлишиб, ҳар бир фойз девальвация учун тўғри келадиган натижа аниқланган.

Ушбу қисмга хулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, девальвация сиёсати ички макроиктисодий кўрсаткичларга билвосита таъсир кўрсатади. Девальвация сиёсатининг таъсири жамғарма ва истеъмолга қарама-қарши мутаносибликда кечади. Юқори девальвация даражаси жамғармаларни камайтиришга, истеъмолни эса оширишга, ва аксинча паст девальвация шароитида жамғармаларнинг ортишига, истеъмолнинг эса камайишига олиб келади. Шу боис, девальвацияни амалга оширишнинг илмий асосланган модели мавжуд бўлиши керакки, унинг юқори ва қуйи чегараларини аниқ прогнозлаш имкониятини бериши лозим. Ушбу моделга оид прогноз кўрсаткичлари ушбу параграфимизнинг хулоса қисмида келтирилган.

Ташқи макроиктисодий мувозанат ҳолати ва унга девальвациянинг таъсири (узук муддатли лаг бўйича): ташқи макроиктисодий мувозанат мамлакатнинг ташқи иқтисодий алоқаларида мувозанатли ҳолатга эришишни назарда тутати. Мамлакат ташқи иқтисодий алоқаларининг узук муддатли лаг давомидаги ҳолати қуйидаги 3.5-жадвал маълумотларида акс эттирилган.

Экспорт-импорт операциялари (млрд. АҚШ долл.) 3.5-жадвал

Даврлар	Экспорт (Э)	Импорт (И)	Мувозанат (Э-И)	Савдо айланмаси
1997-2001 йиллар	3,5	3,4	Э>И	6,9
2002-2006 йиллар	4,7	3,7		8,3
2007-2011 йиллар	12,1	9,2		21,3
2012-2016 йиллар	13,9	13,1		27,0

Манба: Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида муаллиф ҳисоб-китоби. Изоҳ: ҳисоб-китоблар тегишли даврлар бўйича ўртача кўрсаткичларни акс эттиради.

Статистик маълумотларда мамлакатнинг фақат савдо балансида оид маълумотлар мавжуд бўлганлиги боис, биз ўз таҳлилларимизни савдо баланси нуқтан назаридан амалга оширдик. Уйлаймизки, ушбу ҳолат таҳлилимизнинг умумий трендида сезиларли даражада салбий таъсир кўрсатмайди. Шунингдек, таҳлилда экспорт-импорт ҳажмининг сўм ва доллар қийматлари ўзаро таққосланган ҳолда, уларнинг тебраниш траекториялари қараб чиқилган.

Юқоридаги 3.5-жадвал маълумотларининг динамик тавсифлари 10-иловадаги 3.6-3.8-расм маълумотларида акс эттирилган. Хусусан, 3.6а-расм маълумотлари сўм қийматидаги экспорт ва импорт ҳажмининг таҳлил қилинаётган даврларда ўсиш тенденциясини намоён қилаётган бўлса, 3.6б-расм маълумотлари уларнинг ўсиш суръатларидаги пасайиш динамикасини кўрсатмоқда. Мазкур пасайиш тенденцияси 2002-2006 йиллар даврдан бошлаб кузатишмоқда. Агар ушбу даврдаги экспорт ҳажмининг пасайиш тенденциясини 2012-2016 йиллар даври билан таққосласак, у қарийиб 6.0 мартага пасайган.

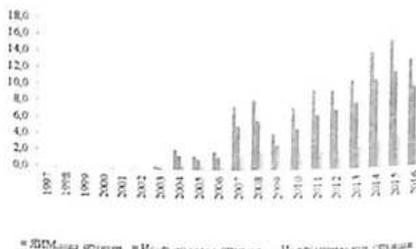
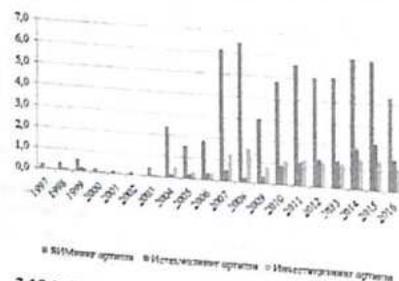
Экспорт-импорт ҳажмининг доллар қийматидаги тенденцияси бироз бошқача кўринишни акс эттирмоқда (10-иловадаги 3.7а-расм). Ушбу расм маълумотларидан кўришиб турибдики, экспорт ҳажмининг тебраниш траекторияси ва оралик диапозони сўнгги беш йилликда (2012-2016 йй.) пасайиш/қискариш томон ҳаракатланган, импорт деярли ўзгармаган. Экспорт ҳажмининг пасайиш суръати 2012-2016 йилларда ўтган 2007-2011 йилларга нисбатан 143%ни, импортнинг пасайиш суръати 108%ни ташкил этган (10-иловадаги 3.7б-расм). Бу жуда катта ўзгариш ҳисобланади. Хўш, бундай тенденциянинг юз беришига қандай омиллар таъсир этган? Фикримизча, бундай ўзгаришларга бошқа омиллар билан бир қаторда, экспорт-импорт эластиклигининг nobарқарорлигидир¹²⁶.

10-иловадаги 3.8а-расмда экспорт-импорт ҳажмининг узук муддатли (5 йиллик) лаг давомидаги реал эффектив валюта курсига¹²⁷ нисбатан эластиклик динамикаси келтирилган. Мазкур расм маълумотларидан кўришиб турибдики, 1997-2001 йилларда экспорт ҳажми реал эффектив валюта курсига нисбатан ноэластик (-0.03 коэф.) бўлган бўлса, кейинги икки беш йилликда (2002-2006 ва 2007-2011 йй.) у эластик аҳамият касб этган ва мос равишда 0.4 ва 1.5 коэффицентни ташкил қилган. Аммо сўнгги беш йилликда (2012-2016 йй.) экспорт эластиклиги энг паст кўрсаткичдан (0.5 коэф.дан) ҳам кескин пасайиб кетган ва у 0.2 коэф.ни, импорт эса 0.5 коэф.ни ташкил қилган. Экспорт эластиклигининг nobарқарор ҳолати, ўз навбатида, савдо айланмаси эластиклигини ҳам шунга мос равишда ўзгартирган (10-иловадаги 3.8б). Хўш,

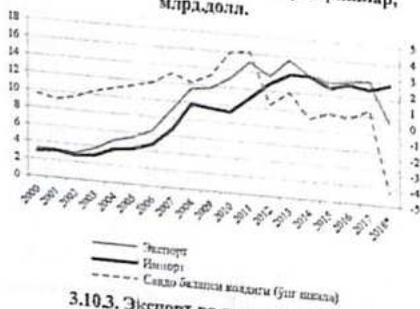
¹²⁶ Экспорт-импорт эластиклиги дефиницида халқаро савдо алоқалари контекстасида товар ва хизматлар нарх-навоҳининг ўзгариши натижасида уларга булган талаб (импорт) ва таклиф (экспорт) мувозанатининг ўзгариши тушунилади. Экспорт эластиклиги (таклиф эластиклиги) - маҳаллий товар ва хизматларга халқаро савдо талабнинг ортиб беришини, импорт эластиклиги (талаб эластиклиги) - халқаро савдода чет эл товар ва хизматларига булган талабнинг ортиб беришини ифода қилади. Экспорт эластиклигининг бир коэф.дан юқори бўлиши экспорт нархларининг сезиларли даражадаги рақобатбардошлигини, ундан кам бўлиши нисбатан рақобатбардошлигини ифода қилади. Импорт эластиклигининг бир коэф.дан юқори бўлиши импорт нархларининг сезиларли даражада рақобатбардошлигини, ундан кам бўлиши эса нисбатан рақобатбардошлигини ифода қилади.

¹²⁷ Экспорт-импорт эластиклигини реал эффектив валюта курсига нисбатан олишдан мақсад, ушбу курс маҳаллий ва чет эл нархлари нисбати ҳамда миллий валюта курси асволавишининг ўз ичига олган ҳолда яққол ифода қилинишидир.

АҚШ долларидан 2016 йилда 6.1 млрд. АҚШ долларига ёки 2004 йилга нисбатан қарийиб 10 бараварга ошган).



3.10.1. Девальвация таъсиридаги ўзгаришлар, млрд.долл.



3.10.2. Девальвация таъсиридаги ўзгаришлар, трлн. сўм.



3.10.3. Экспорт ва импорт ҳажми

3.10.4. Экспорт ва импорт ҳажмининг реал ўсиш суръатлари (ўтган йилга нисбатан %да).

Маълум: Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўمрағи маълумотларига асосда муаллиф ҳисоб-китоби.
 Ўзқс. 3.10.1 ва 3.10.2-расмдаги девальвациянинг таъсир самардорлиги экспорт ва импорт ҳажмининг (сўм ва долл.қийматларининг) девальвация даражасига бўлини ва чиққан натижага экспорт ва импортнинг ҳажми ҳажмига бўлини ҳамда 100га қўйилганлиги орқали аниқланган.

Ушбу инвестициялар, ўз навбатида, иқтисодийнинг турли тармоқларига йўналтирилиши натижасида истемол ҳажмининг ҳам шунга мос равишда ошишини юзага келтириб чиқарган. Ўзбекистоннинг ташқи савдо алоқаларидаги ўзига хос хусусият шундаки, унда экспорт-импорт операцияларининг мутаносиблигини таъминлаш назарда тутилган. Бошқача айтганда, экспорт-импорт алоқаларида мамлакатимиз камида мувозанатли ҳолатни таъминлаши зарур (3.10.3 ва 3.10.4-расмлар). Мазкур расмлардан кўриниб турибдики, экспорт-импорт ҳажми 2000-2011 йилларда барқарор ўсиш тенденциясига эга бўлган. Энг юқори ижобий баланс қолдигига 2010 ва 2011 йилларда кузатилган, яъни мос равишда 3.8 ва 4.0 млн. АҚШ долларини ташкил этган. 2012 йилдан бошлаб эса ушбу кўрсаткич пасайиш тенденциясига эга. 2015 йилда савдо баланси қолдиги 0.5 млн. АҚШ долларини ташкил қилиб, бу кўрсаткич 2011 йилга нисбатан такқослаганда 4.5 бараварга камайган. 2018 йил тўққиз ойи якуни бўйича эса ушбу кўрсаткич минус 4,0 млрд. АҚШ долларини ташкил этди. Экспортнинг бундай пасайиш тенденциясига юз тутишининг асосий омиллари сифатида

ишлаб чиқариш тизимининг рақобатбардош эмаслиги, иқтисодийнинг ёпиқлиги ва валюта сиёсатининг такомиллашмаганлигини алоҳида таъкидлаш мумкин.

11-иловадаги 3.10.5-3.10.10-расм маълумотларида миллий валютанинг девальвация даражаси, асосий савдо ҳамкор мамлакатлар бўйича реал эффектив алмашув курси динамикаси, экспорт-импорт ҳажмларининг реал эффектив алмашув курсига нисбатан эластиклиги, экспорт-импорт ҳажмининг инфляция+девальвациянинг биргаликда олинган кўрсаткичларига нисбатан эластиклик кўрсаткичлари ҳамда экспорт ва импорт товар таркибининг реал эффектив алмашув курсига нисбатан эластиклиги тўғрисидаги маълумотлар келтирилган. 3.10.5-расм маълумотларидан кўриниб турибдики, дастлабки 1997-2003 йилларда девальвация даражаси юқори кўрсаткичларда амалга оширилган бўлсада, ундан кейинги йилларда ушбу кўрсаткич ўртача 11-12% атрофида амалга оширилган. Охириги икки йил давомида (2015-2016 йй.) унинг даражаси 15%ни ташкил этган. Охириги уч йил давомида миллий валютанинг реал эффектив курси Россия рубли, Қозоғистон тенгеси ва Украина гривнасига нисбатан анча ошди (мустаҳкамланди). Бунинг асосий сабаби Россия ва Қозоғистон давлатларида эркин валюта курси режимига ўтилиши бўлса, Украинада эса сиёсий можаролар сабабли жуда юқори инфляция суръатларининг сақланишидир. Миллий валюта реал эффектив курсининг ушбу давлатлар валюталарига нисбатан мустаҳкамланиши ушбу давлатлар билан бўладиган ташқи савдо алоқаларида маҳаллий товарларнинг рақобатбардошлигини пасайтиради.

Ташқи савдо алоқаларида экспорт-импорт ҳажмининг реал эффектив валюта курсига ҳамда инфляция ва девальвациянинг биргаликда олинган даражасига нисбатан эластиклиги қисқа муддатли даврларда ўзига хос тенденцияга эга. Экспорт-импорт алоқаларидаги мутаносиблик позицияси аксарият ҳолларда уларни реал эффектив валюта курсига нисбатан эластиклигини шунга мос равишда тебранишга олиб келмоқда. Бошқача айтганда, экспорт эластиклигининг ошиши, импорт эластиклигини ҳам ошишига ва аксинча унинг пасайиши импорт эластиклигини ҳам пасайишига олиб келмоқда (11-иловадаги 3.10.7-расмга қаранг). Ушбу расм маълумотларидан кўриниб турибдики, 2000, 2002, 2012, 2014, 2017 ва 2018 йилларда экспортнинг ноэластиклик ҳолати кузатилган бўлса, 2000, 2002, 2009, 2010, 2015, 2017 ва 2018 йилларда импортнинг ноэластик ҳолати юз берган. Сўнгги икки йилдаги кўрсаткичларнинг ноэластиклик ҳолатини валюта сиёсатини янада либераллаштириш ва ташқи иқтисодий алоқаларни эркинлаштириш билан тавсифлаш мумкин. Умуман олганда, маҳаллий экспорт товарлари чет эл товарларига нисбатан кескин рақобатда бўлиб, уларнинг реал эффектив курсига нисбатан эластиклиги жудаям пастдир (уларнинг тебраниш диапазони минус 0.5 коэф.дан 0.4 коэф.гача). Экспорт-импорт ҳажмининг инфляция ва девальвацияга нисбатан эластиклиги реал эффектив курс эластиклиги трендига ҳамоҳанг бўлиб (11-иловадаги 3.10.8-расмга қаранг), улар коэффицентлари ўртасида кескин фарқланиш бор. Ушбу

фаркланиш ички инфляция ва девальвация даражасини ишбий солиштиришдан холи эканлигини ифодалайди. Мазкур ҳолатда экспорт-импорт эластиклигининг тебраниш диапозони 1.0 коэффициентдан 4.0 коэффициентгачани ташкил этади.

Экспорт-импорт товар таркибининг реал эффе́ктив валюта курсига нисбатан эластиклик кўрсаткичлари ҳам кутилган натижаларни бермади (11-иловадаги 3.10.9-расмга қаранг). Мазкур расм маълумотларидан кўриниб турибдики, девальвациянинг экспорт товар таркибига бўлган таъсири кескин тебранишларга эга. Айниқса ушбу ҳолат сўнгги йилларда амалга оширилаётган девальвация сиёсатининг таъсир самарасини яққол ифодаламоқда. 2012-2016 йилларда амалга оширилган девальвациянинг юқори суръатларига қарамадан (ўртача 11.6%) экспорт товар таркибининг барча йўналишларида олдинги даврларга нисбатан пасайиш кузатилган. Ҳатто айрим товарлар таркиби бўйича, хусусан, пахта-машина ва асбоб-ускуналар, энергия ташувчи ва нефть маҳсулотлари бўйича 2012-2018 йиллар давомида нозластиклик ҳолатлари кузатилган. Бундай ҳолатларга вақти вақти билан озиқ-овқат маҳсулотлари (2012, 2015 ва 2018 йй.), кора ва рангли металллар (2013 ва 2015 йй.), бошқа товарлар (2012, 2014 ва 2015 йй.) таркиби ҳам юз тутган. Айниқса пахта-толаси экспорти 2011 йилдан бошлаб нозластиклик аҳамият касб этиб келмоқда.

Юқоридаги тахлилларга асосланган ҳолда қуйидаги хулосаларни билдириш мумкин:

- мавжуд «узлуксиз-прогрессив» тавсифга эга бўлган амалий тавсифдаги девальвация жараёнини «узлукли-регрессив»¹²⁹ тавсифдаги услубиёт билан алмаштириш лозим. Ушбу услубиёт ўз ичига қуйидаги жиҳатларни, яъни жараёнининг ҳаракат тавсифи (асос, меъёр, тамойил, шарт-шароит, усул, услубиёт ва б.) ва таснифини (объект, субъект, предмет, шакл-шамойил, босқич, давр ва б.) ўз ичига қамраб олган бўлиши лозим. Бошқача айтганда, девальвацияни амалга ошириш услубиёти омиллар ҳаракатининг юзага келиш тавсифи ва таснифининг хусусиятларига ҳамда уларнинг объективлигига асосланиши лозим. Бундай омиллар ҳаракатига реал ЯИМ, истеъмол, жамғарма, инвестиция, экспорт ва импорт эластиклиги, пул массаси, фонд ставкаси, инфляция, ишсизлик, солиқ ва бошқа мажбурий тўловлар ставкалари, фонд ва валюта бозори фаолиятининг самарадорлик кўрсаткичларини ҳамда улар бўйича эълон қилинадиган ахборотларнинг ишончлилиги, очиклилиги ва шаффофлиги хусусиятларини киритиш мумкин.

- ушбу «узлукли-регрессив» тавсифдаги услубий амалиётни валюта курси назариясининг фундаментал йўналиши ҳисобланган экспорт ва импорт алоқаларининг эластиклик хусусиятлари¹³⁰ бўйича татбиқ этиш мумкин.

¹²⁹ Муаллиф талқини. Узлукли-регрессив тавсифдаги услубий амалиёт дейилганда, миллий валютани гоҳида девальвациялаш, гоҳида эса ревалвациялаш назарда тутилмоқда. Ушбу жараён макрониктисодий кўрсаткичларнинг бир-бирига ўзаро таъсир этиш самарасига (эффе́ктивга) боғлиқ ҳолда амалга оширилади.

¹³⁰ Муаллиф талқини. Экспорт ва импорт эластиклик хусусиятини (аниқроғи эса жорий ҳалқаро операцияларнинг эластиклик хусусиятлари назарда тутилади, фақат экспорт ва импорт эмас) иктисодий таъсир этиш воситаси сифатида қараш максалда мувофиқдир. Чунки, у валютага бўлган талаб ва таклифни

Экспорт ва импорт эластиклигининг қуйи ва юқори чегаралари мавжуд бўлиб, улар доирасида миллий валютани қачон ва қай даражада девальвация ёки ревалвация қилиш бўйича аниқроқ қарор қабул қилиш мумкин. Бунинг учун эса экспорт ва импорт эластиклик кўрсаткичини реал самарали айирбошлаш курсига (РСАК) нисбатан аниқлаш максалда мувофиқдир. Чунки, РСАК савдо ҳамкорлар бўйича истеъмол нархлари ва валюта курси индексларининг динамик тебранишларини ўзаро қиёслаш натижасида аниқланадиган валюта курсини ифодалайди. Мана шундай ёндашувга кўра, миллий валюта курсини прогнозлашнинг қуйидаги услубиёти таклиф этилади:

1) Мамлакатнинг муайян даврга мўлжалланган (қисқа ёки узоқ муддатли) экспорт ва импорт товар таркибининг йиллик соф ўсиш суръатлари прогноз қилинади (прогнозлар ҳар хил вариантда бўлиши мумкин, улар орасидан энг мақбул вариант танлаб олинади). 2) РСАКнинг прогноз кўрсаткичи ҳам худди шундай мос давр учун аниқланади. 3) Аниқланган экспорт ва импорт товар таркиби йиллик соф ўсиш суръатларининг РСАКга нисбатан эластиклик кўрсаткичлари ҳисоб-китоб қилинади. 4) Аниқланган ушбу прогноз кўрсаткичлари дисперсияга солиниб, уларнинг юқори ва қуйи чегаралари, вариация фарқи, яъни ва танлов дисперсиялари, уларнинг ўртача чизикли ва ўртача квадрат четлиниш (оғиш) даражалари аниқланади. Дисперсиянинг ўртача чизикли ва ўртача квадрат оғиш даражалари бўйича ҳосил қилинган коэффициентлар оралинги (диапозони) валюта курсини девальвациялаш ёки ревалвациялашнинг энг юқори ва энг қуйи чегаралари ёхуд уларнинг ўртача кўрсаткичлари сифатида қабул қилиниши мумкин. 5) Аниқланган ушбу кўрсаткичлар доирасида миллий валютани курсини прогнозлаш бўйича муайян қарор қабул қилинади.

Мазкур услубиётни узоқ ва қисқа муддатли даврлар хусусиятидан келиб чиққан ҳолда амалга ошириш мумкин. Яъни муайян бир узоқ муддатли давр, айтайлик 5 йил, 10 йил ёки 20 йилни ўз ичига олган даврдаги ўртача кўрсаткичлардан келиб чиққан ҳолда ёки қисқа муддатли, яъни йилма-йил ўзгаришлар тенденцияси асосида ҳам амалга ошириш мумкин.

Ушбу ҳолатни инобатга олган ҳолда тадқиқот ишида валюта курсининг ўрта муддатли истикбол (2017-2019 йй.) учун икки хил сценарий вариантда, яъни «беқарор» ва «барқарор» сценарий вариантларида прогноз кўрсаткичлари ишлаб чиқилди. Биринчи «беқарор» сценарий вариантда валюта курсининг прогнози охириги уч йилдаги (2014-2016 йй.) экспорт товар таркиби ҳажмларининг кескин пасайиш тенденциясидан келиб чиққан ҳолда амалга оширилган (буни инерцион вариант деб ҳам аташ мумкин). Иккинчи «барқарор» сценарий вариантда 2017 йил ва ундан кейинги йилларда бошқа

шакллантирувчи ва ўзгартирувчи муҳим монетар омил сифатида юзага чиқмоқда. Унинг юқори ва қуйи чегаралари мавжуд бўлиб, улар тартибга солиниб турилиши мумкин. Эластиклик коэффициентининг асоссиз оширилиши ёки камайирилиши валютага бўлган талаб ва таклиф муносабатининг бузилишига, ва аксинча унга асосланган ҳолда қарор қабул қилиш иктисодий ҳолатни мувозанатлаштиришга хизмат қилиши мумкин. Монетар орган бошқа иктисодий орган ёки агентлардан фарқи ўлароқ, ушбу эластиклик коэффициентини узлуксиз мониторинг қилиш ва унга таъсир имкониятига эгадирлар.

«Барқарор» вариант бўйича миллий валютанинг девальвация даражаси

3.8-жадвал

	2000	2005	2010	2015	2016	2017	2018	2019
Дисперсиянинг ўртача квадрат оғиш даражаси бўйича ҳисобланган валюта курси (юқори чегара)	145	353	1 859	6 548	9 472	13 874	20 585	30 949
Ўртача квадрат оғиш даражаси бўйича девальвация даражаси, %	8%	11%	40%	22%	43%	46%	48%	50%
Дисперсиянинг ўртача чизикли оғиш даражаси бўйича ҳисобланган валюта курси (қуйи чегара)	143	306	1 168	3 355	4 626	6 450	9 096	12 980
Ўртача чизикли оғиш даражаси бўйича девальвация даражаси, %	7%	10%	34%	19%	38%	39%	41%	43%
Юқори эластиклик коэф.	0,2	0,4	1,1	-0,1	1,0	1,0	1,1	1,1
Қуйи эластиклик коэф.	0,0	0,0	-0,3	-0,7	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6
Фарқ вариацияси	0,2	0,3	1,3	0,7	1,5	1,6	1,6	1,7
Ўртача чизикли оғиш даражаси, коэфф.	0,07	0,10	0,34	0,19	0,38	0,39	0,41	0,43
дисперсия (вали)	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3
дисперсия (таило)	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3
Ўртача квадрат оғиш даражаси, коэфф.	0,08	0,11	0,40	0,22	0,45	0,46	0,48	0,50
таило бўйича ўртача оғиш даражаси	0,1	0,1	0,4	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5
Жорий валюта курси, сўм	325	1 180	1 640	2 810	3 231	8120		
девальвация даражаси, %	132,1	11,3	8,5	16	15	2,5		
Юқори чегара бўйича фарқ, сўм	180,2	826,9	-219,1	-3737,8	-6240,1	-5754		
Қуйи чегара бўйича фарқ, сўм	182,1	874,2	471,5	-545,4	-1594,7	1670		

Манба: эконометрик таҳлил асосида муаллиф ҳисоб-китоби.

Мазкур 3.8-жадвалдаги умумий ҳолат юқоридаги 3.7-жадвалда кайд этилган изоҳли шартларга асосланади, бу ерда фақат экспортнинг барқарор ўсиш суръатлари сакланиши назарда тутилган. Мана шундай ҳолатда валюта курсини қуйидагича прогноз қилиш мумкин: юқори чегара доирасида 2016 йил охиридаги 3231 сўмдан 2017 йил охирига келиб 13874 сўмгача кўтарилиши; қуйи чегара доирасида 6450 сўмгача ошиши; ўрта чегара бўйича эса 10162 сўмгача кўтарилиши прогноз қилинган.



3.13.1-расм. Экспорт товар таркиби



3.13.2-расм. Импорт товар таркиби

Юқоридаги 3.13.1 ва 3.13.2-расм маълумотларидан кўришиб турибдики, «барқарор» ҳолатдаги вариантда экспорт ва импорт товар таркибининг эластиклик кўрсаткичлари нисбатан ўсиш тенденциясига эга (эластиклик чизикларининг траекториясига эътибор беринг). Ушбу вариантда девальвация ҳисобидан деярли барча экспорт товар таркибининг эластиклиги ошмоқда (ўрта ҳисобда уларнинг эластиклик кўрсаткичлари 2017-2021 йиллар оралиғида 0.8 коэф.ни ташкил қилиши мумкин). Импорт товар таркибида ҳам 4 та гуруҳ бўйича, яъни кимё маҳсулотлари, қора ва рангли металллар, машина ва асбоб-ускуналар ҳамда бошқа товар гуруҳлари бўйича импорт эластиклиги ошиши мумкин.

Таклиф этилган услубиёт бўйича валюта курсини ўрта муддатли, яъни 2019-2021 йилларга мўлжалланган прогноз кўрсаткичларини ишлаб чиқдик (3.9-жадвалга қаранг).

3.9-жадвал

Таклиф этилаётган методология бўйича валюта курсининг прогнози

	1-сценарий вариант (бекарор ҳолатда)			2-сценарий вариант (барқарор ҳолатда)		
	2019 й.	2020 й.	2021 й.	2019 й.	2020 й.	2021 й.
Юқори чегара (дисперсиянинг ўртача квадрат оғиш даражаси бўйича ҳисобланган)	20657	23879	27174	22166	27625	34284
Ўрта чегара (юқори ва қуйи чегаралар суммаси йиғилмасининг ўртачаси)	14634	16730	18856	15543	19050	23274
Қуйи чегара (дисперсиянинг ўртача чизикли оғиш даражаси бўйича ҳисобланган)	8612	9582	10538	8921	10476	12265

Манба: тадқиқотлар асосида муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

Биринчи сценарий вариантга кўра, валюта курсининг 2019 йилдаги прогноз кўрсаткичининг юқори чегараси 20657 сўм, қуйи чегараси 8612 сўм ва ўрта чегараси эса 14634 сўм атрофида бўлиши прогноз қилинди. Ушбу кўрсаткич 2020 йил учун мос равишда 23879 сўм, 16730 сўм ва 9582 сўм атрофида бўлиши прогноз қилинган. Иккинчи сценарий вариантга кўра эса валюта курси 2019 йилда мос равишда 22166 сўм, 15543 сўм ва 8921 сўмни; 2020 йилда мос равишда 27625 сўм, 19050 сўм ва 8921 сўм атрофида бўлиши прогноз қилинган.

3.2-§. Девальвация воситасининг монетар кўрсаткичлар самарадорлигига таъсири ва муаммолари

Ўзбекистоннинг ўрта муддатли ривожланиш стратегиясида молия, пул-кредит ва валюта тизими муносабатларининг иқтисодий ўсишга бўлган таъсирини кучайтириш ҳамда макроиктисодий мутаносибликни саклаш масалалари учинчи устувор йўналиш сифатида алоҳида эътиборга олинган¹³².

Шу боис, молия, пул-кредит ва валюта муносабатлари тизимини замонавий бозор механизмлари асосида либераллаштириш, улар фаолиятини ўзаро мувофиқлаштириш ва мутаносиблигини таъминлаш иқтисодий сиёсатнинг ўта долзарб масалаларидан бири ҳисобланади.

Иқтисодиётда ишлаб чиқариш ҳажмининг ошириши (ЯИМ ҳажми), бюджет даромадларини кўпайтириши (қўшимча солиқ тушумлари орқали), иш ўринларини яратиши ва аҳоли реал даромадларини ошириши бошқа омиллар билан бир қаторда, иқтисодиётга таклиф қилинаётган пул таклифи омилига

¹³² Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги ПФ-4947-сонли Фармони. Ўзбекистон Республикаси Қонун ҳужжатлари тўплами, 2017 й. №6 (766)-сон, 70-модда.

хам боғлиқдир. Мазкур омилнинг назарий ва амалий жиҳатлари билан боғлиқ масалалар бир қатор хорижий иқтисодчи олимларнинг, жумладан J. Keynes¹³³, I. Fisher¹³⁴, M. Fridman¹³⁵ ва A. Schwartz каби олимларнинг фундаментал тадқиқотларида ўз ифодасини топган.

Хусусан, Кейнес монетар воситаларнинг, жумладан фоиз ставкасининг, пул массасининг ва валюта курсининг бир қатор макроиктисодий кўрсаткичларга, яъни инфляция, ишсизлик даражаси, истеъмол, жамғарма, инвестиция, ишлаб чиқариш ҳажми, ташқи савдо алоқалари каби бир қатор макроиктисодий кўрсаткичларга бўлган таъсирини микро ва макроиктисодиёт нуктаи назаридан ҳамда очик ва ёпик бозор хусусиятлари бўйича чуқур таҳлил қилган. Шунингдек, у иқтисодиётга зарур даражадаги пул таклифининг мавжуд бўлишини нарх барқарорлигининг муҳим шарти сифатида эътироф этган.

Кейнеснинг фоиз ставкасига оид хулосалари ва фикр-мулоҳазаларини янада кенгрок ва чуқурроқ тадқиқ қилган етакчи иқтисодчи олим I. Fisherдир. У ўзининг «Фоиз сиёсати назарияси» деб номланган фундаментал тадқиқотида фоиз ставкаси ва у билан боғлиқ муносабатларнинг барча бири бу иқтисодиётнинг пулга бўлган талаб ва таклиф мувозанатини фоиз ставкаси орқали тартибга солиш борасида ишлаб чиққан муҳим назарий хулосаларидир. Жумладан, у пулнинг баҳосини (нархини) реал фоиз ставкаси белгилаши ва у пулнинг кадр-қиммати (харид қобилиятининг) ошиши ёки пасайиши, нарх-наво даражасига (инфляция) ҳамда ишлаб чиқариш ҳажмига (ЯИМ), аҳоли реал даромадларига (жамғарма ва инвестицияларга) бевосита таъсир кўрсатувчи энг муҳим омил хисобланиши хусусида катъий хулосага келган.

Fisherнинг ушбу назарий хулоса ва қарашларини янада такомиллаштирган ҳолда, монетар воситаларнинг иқтисодиётдаги роли ва аҳамиятини биринчи ўринга чиқарган ва шу билан монетаризм таълимотининг асосчиларидан бири, деб эътироф этилган етак иқтисодчи олим M. Fridmanдир. Fridman ўзининг «Пулнинг миқдорий назарияси» (1956) ҳамда Schwartz билан ҳаммуаллифликда тадқиқ қилган «Америка Кўшма Штатларининг 1867-1960 йиллардаги монетар тарихи» деб номланган фундаментал тадқиқотларида иқтисодиётнинг пулга бўлган талаб ва таклиф муносабатлари ҳамда уларнинг макроиктисодий ривожланишга бўлган таъсири ҳақида муҳим назарий хулосалар чиқаришга муваффақ бўлган. Хусусан, улар АКШнинг қарийиб 100 йиллик монетар сиёсат тизимини тадқиқ қилиш натижасида шундай хулосага келишган, яъни иқтисодиётга пул таклифини қисқартириш эмас, балки уни мунтазам равишда ошириб бориш

¹³³ Keynes J. A. Tract on monetary reform. 1924.; Keynes J. A. Treatise of Money. 1931.
¹³⁴ Кейне Дж. Общая теория занятости, процента и денег. 1936, стр. 63-67.
¹³⁵ Fisher I. The theory of interest. As determined by impatience to spend income and opportunity to invest it. 1930.
 p.14 (http://files.libertyfund.org/files/1416/Fisher_0219.pdf)
¹³⁵ Fridman M. A Monetary History of the United States, 1867-1960, with Anna J. Schwartz, 1963.;
 Fridman M. The Role of Monetary Policy. 1968.

лозимдир. Муаллифларнинг бундай хулосага келишига асосий сабаб 1929-1939 йилларда жаҳон иқтисодиётида юз берган ва «буюк инқироз», деб эътироф этилган даврнинг таҳлилий натижалари ҳисобланган. Муаллифлар таҳлил натижалари бўйича ушбу иқтисодий инқирозларнинг асосий сабабчиси сифатида айнан иқтисодиётга зарур даражадаги пул таклифининг етишмаслигини кўрсатиб беришган.

Юқоридаги фикр-мулоҳазалардан келиб чиққан ҳолда Ўзбекистон шароитида девальвациянинг пул таклифига бўлган таъсирини таҳлил қилиш жараёнида, биз, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 4 февралдаги №63-сонли қарори 1-илоvasи билан тасдиқланган «Пул агрегатларини бошқариш ва прогнозини моделлаштиришнинг замонавий механизми» ва Fridman назарияларини методологик асос сифатида олдик. Мазкур методологик асос ёндашувида иқтисодиётга пул таклифининг монетар кўрсаткичлари ўзаро қиёсий таҳлил қилиниб, улар ўртасидаги номуносивлик тенденциялари, пул танқислиги, эластиклик кўрсаткичлари, пул массасининг модель бўйича прогнози, ҳақиқатдаги ҳолат, девальвациясиз ва фаразли ёндашувларнинг қиёсий таҳлиллари амалга оширилди.

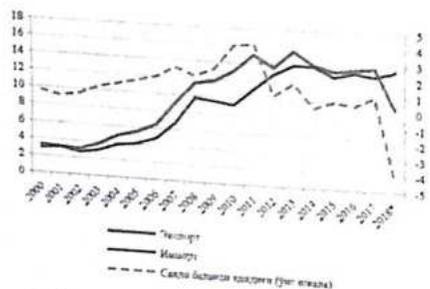
Юқорида қайд қилинган қарорга мувофиқ, иқтисодиётга пул таклифининг прогнози қуйидаги асосий макроиктисодий кўрсаткичлар таъсирида шакллантирилиши белгилаб олинди. Булар: нақд пул массаси ҳажми, инфляция даражаси, валюта айирбошлаш курси, ЯИМнинг ўсиши, савдо (тўлов) баланси ҳамда давлат бюджети тақчиллиги прогнози кўрсаткичларидир. Ушбу кўрсаткичларни бевосита таҳлил қилишдан олдин уларнинг сўнгги йиллардаги умумий тенденциясига эътибор қаратсак (3.15.1-3.15.4-расмларга қаранг).



3.15.1-расм. Асосий монетар кўрсаткичлар.



3.15.2-расм. ЯИМнинг реал ўсиши суръати (%).



3.15.3-расм. Ташки савдо алоқалари, млрд. АҚШ долл.

Манба: Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси ҳамда Марказий банк маълумотлари асосида муаллиф ҳисоб-китоби. Изоҳ: 3.15.4-расмдаги давлат бюджетининг профицити/дефицитига оид кўрсаткичлар Осий Тараққиёт Банкининг электрон сайтыдаги очик маълумотлар баъзидан олдинган. Девальвацияга оид кўрсаткичлар Марказий Банкининг электрон сайты маълумотларидан шакллантирилган.

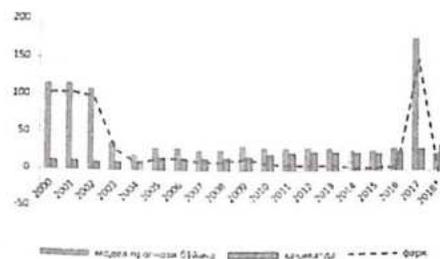
3.15.4-расм. Давлат бюджети профицити/дефицитининг ЯИМдаги улуши (%) (2005-2018).

Мазкур расмлар маълумотларидан кўришиб турибдики, инфляция кўрсаткичи 2003-2016 йилларда ўртача 6,0%ни, девальвация даражаси 10,0%ни ва нақд пул массаси ҳажми 3,0 трлн. сўмни ташкил этган. 2017 йилдан бошланган янги иқтисодий сиёсатнинг таъсир самараси ўларок, хусусан, ташки иқтисодий алоқаларнинг ҳамда валюта бозорининг эркинлаштирилиши натижасида ушбу кўрсаткичларда кескин ўзгаришлар рўй берди. Айниқса, валюта курсининг 2016 йилга нисбатан икки ярим бараварга девальвация қилиниши нақд пул массасининг кескин ошишига ва инфляциянинг кучайишига сабаб бўлди.

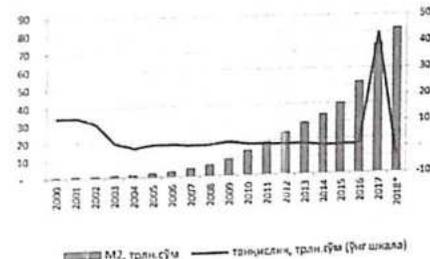
Экспорт ва импорт ҳажми 2000-2011 йиллар давомида ўсиш тенденциясини намойн қилган бўлса, 2012 йилдан бошлаб пасайиш тенденциясига эга бўлди. Ташки иқтисодий алоқаларнинг ва валюта бозорининг эркинлаштирилиши импорт ҳажмининг ҳам кескин ортишига таъсир кўрсатди. 2018 йилнинг тўққиз ойи яқунлари бўйича ташки савдо баланси қолдиғи минус 4,0 млрд. АҚШ долларини ташкил қилди. Шунингдек, ушбу жараёнларга асосий савдо ҳамкор мамлакатларимиздаги бир қатор сиёсий ва иқтисодий омиларнинг таъсири ҳам сезиларли роль ўйнади. Хусусан, Украина можароси, Россияга нисбатан қўлланилган иқтисодий санкциялар ва бошқа омилар шулар жумласидандир. Экспортнинг ёмонлашувида энг асосий сабаблардан бири, фикримизча, бу ташки иқтисодий алоқаларда рақобат муҳитининг кучайганлигидир. Мамлакатда юкори технологияга асосланган инновацион маҳсулотлар ишлаб чиқаришга эътиборнинг пасайтирилганлиги, ишлаб чиқариш кучларини диверсификациялаш ва модернизациялаш даражасининг сустлиги рақобатнинг бой берилишига ўз таъсирини кўрсатди. Ушбу ҳолат реал ЯИМ ўсиш суръатларининг пасайишига ва давлат бюджети даромадларининг бой берилишига ҳам сабаб бўлди.

Мавжуд ушбу макроиқтисодий кўрсаткичлар тенденциясига ҳамда ташки иқтисодий конъюнктурага қараб, иқтисодиётга пул таклиф қилиш методологиясини такомиллаштириш талаб этилади. Куйидаги 3.16-3.18-расм

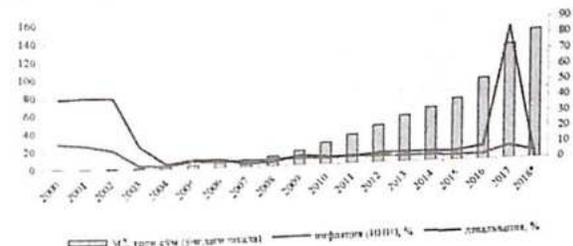
маълумотларида мамлакат иқтисодиётига пул таклифининг қарийб йигирма йиллик (2000-2018 йй.) давомидаги тенденцияси келтирилган.



3.16-расм. Иқтисодиётга пул таклифи (M2) динамикаси (ЯИМга нисбатан %).



3.17-расм. Иқтисодиётнинг пулга бўлган танқислиги



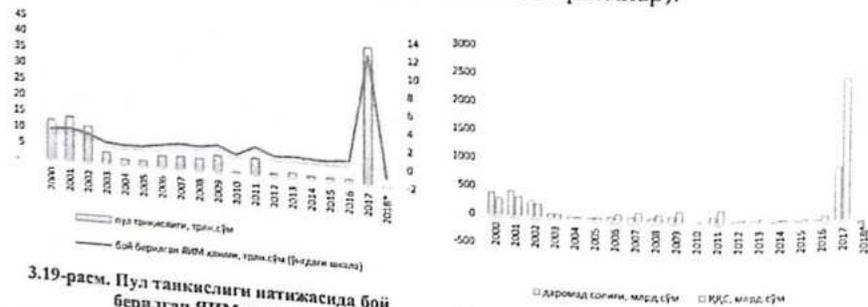
3.18-расм. Асосий монетар кўрсаткичлар динамикаси

Манба: Ўз.Р. Марказий банкининг ҳар йили монетар сиёсатнинг устувор йўналишларига бағишланган ҳисоботларида қайд этилган маълумотлар асосида муаллиф ҳисоб-китоби. Изоҳ: 3.16-расмдаги прогноз кўрсаткичини ҳисоблашда Ўз.Р. ВМнинг 04.02.2003й. №63-сонли қароридан қайд этилган модель ёндашувида келиб чиққан ҳолда ёндашилган.

Мазкур расм маълумотларидан кўришиб турибдики, иқтисодиётга зарур бўлган пул таклифи (прогноз кўрсаткичи) билан ҳақиқатда йўналтирилган пул таклифи ўртасидаги тофовут йилдан-йилга қисқариш тенденциясига эга. Агар 2000-2003 йиллар давомида улар орасидаги тофовут кескин фарк қилган бўлса (ўртача 89,7% ёки 12,0 трлн.сўмга), сўнгги беш йил (2012-2016 йй.) давомида эса улар орасидаги фарк ўртача 5%ни ёки 1,3 трлн.сўмга тўғри келмоқда. Бир томондан қараганда, тахлил қилинаётган даврларда орадаги фарк камайиб бормоқда (ижобий тенденция), иккинчи томондан эса тафовут суммаси бир триллион сўмдан юкорилигича қолмоқда. Хўш, юкоридаги ушбу сўммаси бир триллион сўмдан юкорилигича қандай омиларнинг таъсир сезиларли йирик тофовутнинг юзага келишига қандай омиларнинг таъсир сезиларли бўлган? Фикримизча, ушбу тафовутнинг юзага чиқишига асосий сабаб бўлган омилар қаторига миллий валюта девальвацияси (ўртача 66,1% 2000-2003йй.) ҳамда инфляция даражасини (ўртача 20,1%) киритиш мумкин. Ушбу икки оми кўрсаткичларининг йиғиндиси ўша даврда 86,2%ни ташкил этмоқда ва бу бизнинг юкоридаги ҳисобимизга яқин кўрсаткичдир (89,7%). Айнан ушбу икки оми пул таклифининг қисқа муддатли тебранишларига кўпроқ таъсир этади.

Худди шундай шок таъсирини 2017 йилда ҳам кузатиш мумкин. Хусусан, миллий валюта курсининг кескин девальвация (2.5 баравар) килиниши пул массасининг ҳам шунга мос равишда ошишига олиб келиши лозим эди, ammo регулятор инфляция босимининг хаддан ташқари ортиб кетиш хавфини олдини олиш мақсадида уни босқичма-босқич равишда ошириб боришни амалга оширди. Натижада 2018 йилнинг тўққиз ойи якунлари бўйича иктисодиётга тақлиф қилинган кенг пул массаси (M2) 2016 йилга нисбатан 58 фоизга ошди.

Девальвация ва инфляция суръатларининг юқори даражаси бир томондан пул массасининг танқислигига сабаб бўлса-да, иккинчи томондан қўшимча равишда ишлаб чиқариш имкониятини (ЯИМ ҳажмини) бой берилишига олиб келиши мумкин. Хусусан, 2000-2003 йилларда ушбу бой берилган ЯИМ ҳажми ўртача 1.2 трлн.сўмни ташкил қилиши мумкин эди (юқоридаги 3.17-расмга қаранг). Бу эса ўз навбатида, ўша даврларда биргина юридик шахслар учун белгиланган даромад солиғининг (ўртача 24,0%) 301.0 млрд.сўмга, қўшилган қиймат солиғининг (ўртача 20%) эса 240.0 млрд.сўмга бой берилишига сабаб бўлиши мумкин эди (3.19 ва 3.20-расмлар).



3.19-расм. Пул танқислиги натижасида бой берилган ЯИМ ҳажми.

3.20-расм. Бой берилган солиқ тушумлари.

Манба: Ўз.Р.Президентининг таҳлил қилинаётган йиллардаги Ўзбекистон Республикасининг асосий макроиқтисодий кўрсаткичлари прогнози ва Давлат бюджети параметрлари тўғрисидаги қарорлари асосида муаллиф ҳисоб-китоби.

Бундан ташқари, шуни алоҳида қайд этиб ўтиш лозимки, номинал пул массаси билан ЯИМ ўртасида тўғри алоқадорлик мавжуд бўлиб, пул массаси ошганда ишлаб чиқариш ҳажмининг ҳам ошиши, у камайганда эса ишлаб чиқариш ҳажмининг ҳам камайиши кузатилади (юқоридаги 8-расмнинг ҳаракат траекториясига қаранг). Ammo реал пул массасининг ўсиш суръати билан реал ЯИМнинг ўсиш суръати ўртасидаги мутаносиблик ҳақида бундай хулосага келиш қийин (3.11-жадвал ва 3.21-расм маълумотларига қаранг).

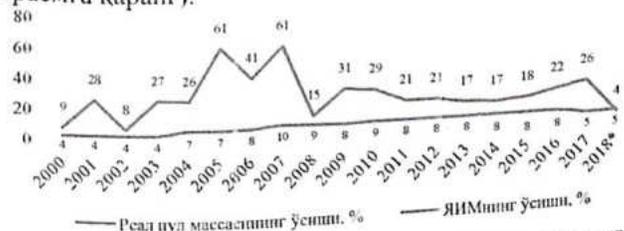
Пул массаси, инфляция ва ЯИМнинг ўсиш динамикаси

Йил	Пул массасининг (M2) ўсиш суръати	Йиллик инфляция суръати	Реал* пул массасининг ўсиш суръати	Реал ЯИМнинг ўсиш суръати
1	2	3	4-2-3	5
2000	37,1%	28,2%	8,9%	3,8%
2001	54,3%	26,6%	27,7%	4,2%
2002	29,7%	21,6%	8,1%	4,0%
2003	30,8%	3,8%	27,0%	4,2%
2004	30,2%	3,7%	26,5%	7,4%
2005	68,7%	7,8%	60,9%	7,0%
2006	47,3%	6,8%	40,5%	7,5%
2007	68,0%	6,8%	61,2%	9,5%
2008	22,5%	7,8%	14,7%	9,0%
2009	38,7%	7,4%	31,3%	8,1%
2010	36,8%	7,3%	29,5%	8,5%
2011	28,8%	7,6%	21,2%	8,3%
2012	27,7%	7,0%	20,7%	8,2%
2013	24,3%	6,8%	17,5%	8,0%
2014	22,8%	6,1%	16,7%	8,1%
2015	23,5%	5,6%	17,9%	8,0%
2016	21,2%	5,7%	15,5%	7,8%
2017	40,2%	14,4%	25,8%	5,2%
01.10.2018	13,7%	8,1%	5,6%	5,2%

Манба: Ўз.Р. Давлат статистика қўмитаси ва Марказий банкнинг электрон сайтыда эълон қилинган макроиқтисодий кўрсаткичлар ҳамда Марказий банкнинг ҳар йилги монетар сўҳбатнинг устувор йўналишлари баътиланган ҳисоботларида қайд этилган маълумотлар асосида муаллиф ҳисоб-китоби.

Изоҳ: *Реал пул массасининг ўсиш суръати оддий арифметик усул бўйича ҳисобланган.

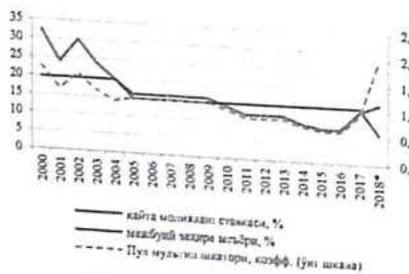
Мазкур жадвал маълумотларидан кўришиб турибдики, узок йиллар давомида реал пул массаси билан ЯИМ ўсиш суръатлари ўртасида номутаносиб тенденцияси сақланган. Ушбу номутаносиблик энг юқори ўсиш айниқса 2005 ва 2007 йилларда реал пул массасининг энг юқори ўсиш суръатлари даврида (ўртача 61,0%) жуда кескин бўлган. Реал ЯИМнинг ўсиш суръатлари ушбу даврларда мос равишда 7,0% ва 9,5%ни ташкил қилган. 2017 йилдан банк тизими фаолиятида амалга оширилаётган туб ислохотлар натижаси фаркли ўларок, ушбу тенденция ўзининг ижобий натижаларини намоён қилмоқда. 2018 йилнинг тўққиз ойи якунлари бўйича реал пул массаси ва ЯИМнинг ўсиш суръатлари ўртасидаги тафовут деярли барҳам топди (3.21-расмга қаранг).



3.21-расм. Реал пул массаси ва ЯИМнинг ўсиши динамикаси (%).

¹³⁶ Ушбу ҳолатда реал пул массаси дейилганда, номинал пул массасининг ўсиш суръатидан инфляция суръатини айириб ташлаш натижасида юзага келган ҳолат назарда тутилмоқда.

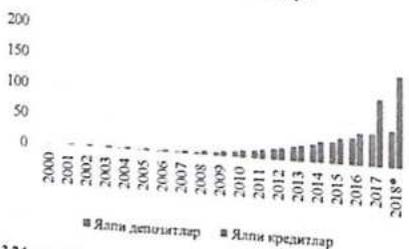
Иқтисодиётнинг пулга бўлган талаб ва таклиф мувозанатини пул мультипликатори нуқтаи назаридан таҳлил қилганимизда қуйидаги тенденцияларни кузатиш мумкин (3.22-3.25-расмларга қаранг).



3.22-расм. Пул мультипликатори



3.23-расм. Монетар индикаторларнинг ўсиш динамикаси (ўтган йилга нисбатан %га).



3.24-расм. Ялпи депозит ва ялпи кредит ҳажми (тран. сўм).



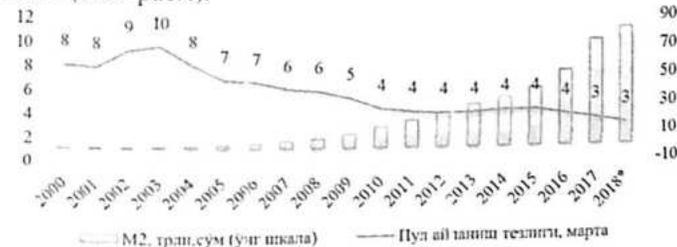
3.25-расм. Депозит ва кредит эластиклиги (%).

Манба: Ўз.Р. Марказий банкнинг ҳар йилги монетар сиёсатнинг устувор йўналишларига бағишланган ҳисоботларида қайд этилган маълумотлар асосида муаллиф ҳисоб-китоби.

Юқоридаги 3.22-расм маълумотларидан кўришиб турибдики, иқтисодиётнинг пулга бўлган талаб ва таклифи (пул мультипликатори коэффициентини) асосан қайта молиялаштириш ставкаси орқали тартибга солинган. Қайта молиялаштириш ставкасининг пасайтирилиши пул мультипликатори коэффициентининг ҳам пасайишига олиб келмоқда. Хусусан, ушбу коэффициент 2016 йилда 2000 йилга нисбатан 62.5%га ёки 1.0 коэффициентга пасайган (1.6 коэфф.дан 0.6 коэфф.гача). Аммо 2017 йилдан валюта бозорининг ва ташқи иқтисодий алоқаларнинг эркинлаштирилиши натижасида ушбу кўрсаткич 2.0 коэффициентгача ошди.

Пул мультипликатори коэффициентининг 2000-2016 йиллардаги пасайиши, аксиома нуқтаи назаридан, кредитлаш ҳажмини ҳам пасайтириши лозим эди. Аммо 23-24-расм маълумотлари бунинг аксиини кўрсатди. Ушбу аксиома фақат 2009-2011 йилларда ўзининг аҳамиятига эга бўлиб, 2012 йилдан бошлаб эса у ўз ибодига эга бўлмаган. Фикримизни, кредит ва депозит эластиклиги коэффициентлари ҳам тасдиқлайди (3.25-расмга қаранг). Кредит эластиклиги 2000-2009 йилларда юқори бўлиб, 2010 йилдан 2016 йилгача депозит эластиклиги билан бир хилда бўлган. Шу ўринда, ҳақли савол туғилади, қандай омил ёки манба ҳисобидан ушбу кредитлаш ҳажми ёки унинг эластиклиги юқори даражада сақланиб келинган?

Ушбу саволнинг жавоби пул айланиш тезлигида бўлиши мумкин, деган фараз билан иқтисодиётда пул айланиш тезлигини ҳам таҳлил қилишга ҳаракат қилдик (3.26-расм).

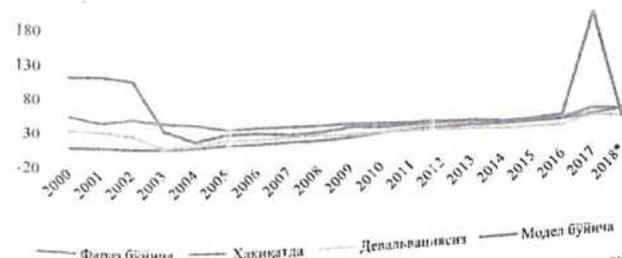


Манба: Ўзбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида муаллиф ҳисоб-китоби.
3.26-расм. Пул массаси ва унинг айланиш тезлиги.

Мазкур расм маълумотларидан кўришиб турибдики, пул айланиш тезлиги 2000-2009 йиллар давомида юқори бўлиб, 2010-2016 йилларда барқарор 4 коэффициент даражасида сақланган. 2017 ва 2018 йилларда эса ушбу кўрсаткич 3 коэффициентни ташкил қилган. Макрониктисодиёт нуқтаи назаридан пул айланиш тезлигининг пасайиши ушбу ҳолатга сезиларли даражада таъсир кўрсата олган.

Юқоридаги таҳлиллардан фарқли ўларок, иқтисодиётга пул таклифини қуйидаги монетар воситалар, яъни қайта молиялаш ставкаси, мажбурий захиралар меъёри ва нақд пул массаси воситалари орқали ҳам тартибга солиш мумкин. Шундан келиб чиққан ҳолда тадқиқотимизда ушбу воситалар кўрсаткичларини фараз сифатида фойдаланган ҳолда таҳлилларни амалга оширдик (3.27-расм).

Мазкур расм маълумотларидан кўришиб турибдики, иқтисодиётга пул таклифининг турли хил моделлари бир-бирдан фарқланади. Агар ушбу моделлар ўртасидаги фарқ вариацияси 2004-2016 йилларда ўртача 15%дан 30%гачани ташкил этган бўлса, 2018 йилнинг тўққиз ой якунлари бўйича ўртача 11 фоизни ташкил этган. Ушбу тенденцияни ижобий ҳолат сифатида баҳолаш мумкин.



Изоҳ: Фараз бўйича пул таклифи қайта молиялаш ставкаси, мажбурий захиралар меъёри ва нақд пул массасининг ЯИМга улуши кўрсаткичларини ташкил қилган. Ҳақиқатда пул таклифи – кен пул массасининг (M2) ЯИМга нисбати асосида ҳисобланади. Модел бўйича пул таклифи Ўз.Р.ВМининг 04.02.2003й. №63-сонли қарори асосида ҳисобланган (девальвацияни қўшти ҳолда). Девальвацияси пул таклифи ушбу моделдан чиқарилган ҳолда ҳисобланган.

3.27-расм. Иқтисодиётга пул таклифининг қиёсий таҳлили (%га)

Шу ўринда ҳақли савол туғилади, мамлакатнинг монетар тизим маъмурлари қайси асосга кўра иктисодиётга пул таклифини амалга оширади? Агар мавжуд ҳуқуқий асос сифатида Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг қарорини асос сифатида оладиган бўлсак, у ҳолда модель бўйича иктисодиётга пул таклифи сўнгги уч йил давомида (2014-2016 йй.) ўртача 28%ни ташкил этиши лозим эди, ҳақиқатда эса у 24%ни ташкил этган (орадаги фарқ 4%). Демак, иктисодиётнинг пулга бўлган талаби модель бўйича таҳлил қилинаётган даврларда ўртача 4%га ёки 7.0 трлн.сўмга кам бўлганлигини кузатиш мумкин.

Баъзи назарияларда (M.Fridman) иктисодиётга пул таклифи хусусида гап кетганда реал ЯИМ ҳажмининг ўсиш суръати билан инфляция кўрсаткичининг ўсиш суръатлари билан боғлиқ ҳолда муносабат билдирилади. Хусусан, Fridman назариясига кўра, иктисодиётга пул таклифи (M2) реал ЯИМ ҳажмининг ўсиш суръати плус инфляция даражасига тенг бўлиши кераклиги таъкидланади. Агар пул массаси ушбу кўрсаткичдан ошадиган бўлса, у ҳолда иктисодиётда инфляция кузатилиши қайд этилади. Мазкур назарияга асосланган ҳолда мамлакатдаги пул таклифини текшириб кўрамиз (3.28-расм).



3.28-расм. Пул таклифининг Фридман назарияси
Манба: муаллиф ҳисоб-китоби.

Мазкур расм маълумотларидан кўриниб турибдики, M.Fridman назарияси билан ҳақиқатдаги пул массаси ўртасида ҳам сезиларли даражадаги тафовут мавжуд. Ушбу тафовутнинг вариацияси 2000-2016 йиллар оралигида ўртача 17%дан 36%гачани ташкил этмоқда (фарқ 19%). Ушбу кўрсаткич 2017 ва 2018 йилнинг тўққиз ойи давомида 10,5 фоизни ташкил этди. Агар иктисодиётга пул таклифини Fridman назарияси бўйича тартибга солиш мақсад қилинса, у ҳолда камида учта энг муҳим масалани ҳал этиш зарур бўлади. Улар фонд бозорини (давлат қимматли қоғозлар бозори йўналишида) такомиллаштириш, капиталлар ҳаракатини эркинлаштириш ва инфляцияни таргетлаш сиёсатига ўтишдир.

Умуман олганда, кўплаб иктисодчилар (Баумол, Бруннермейер, Гупта, Дас, Левин, Маршалл, МакКиннон, Миллер, Опп, Самуелсон, Санников, Тобин, Рой, Вон Майсес, Стиглиц, Тобин, Фишер, Фридман, Хан, Шварц ва

бошқалар) иктисодиётга пул таклифи ва пулга бўлган талаб назариялари бўйича турли хил қарашларни илгари сурадилар. Улар пул таклифи ва талабининг вужудга келиш сабаблари, омиллари ва воситалари хусусида турли хил омилларни таклиф қиладилар.

Мисол учун, Gowland ўзининг «Пул таклифини назорат қилиш» номли асарида пул таклифи назоратига таъсир этувчи қуйидаги ўн олтита омилни келтириб ўтади¹³⁷: нарх омилининг депозитларга таъсири (депозит фонд ставкаси); миқдор омилининг депозитларга таъсири; нарх омилининг кредитларга таъсири (кредит фонд ставкаси); миқдор омилининг кредитларга таъсири; нарх омилининг хусусий (нобанк) сектор кредитларига таъсири (фонд ставкаси); миқдор омилининг хусусий (нобанк) сектор кредитларига таъсири; давлатсектори кредитларининг вариацияси; нарх омилининг ташқи активларга таъсири (ташқи фонд ставкаси); миқдор омилининг ташқи активларга таъсири; мажбурий захира ҳажмининг кенгайиши; мажбурий захира нисбатининг вариацияси; депозит ставкаларининг энг юқори ва энг қуйи чегараси (Q қондаси); банкларга ўрнатилган фойда солиғи ставкаси; банкларни лицензиялаш; банк хизматларининг юз фоиз кафолатланиши; банкларда рақобат муҳитининг чекланиши.

Муаллиф ушбу омиллардан келиб чиққан ҳолда пул таклифини шакллантиришнинг қуйидаги 5 та асосий сабабларини келтириб ўтади. Булар: давлат секторининг кредитларга бўлган талаби (ДСКТ); нобанк хусусий сектор томонидан давлат секторига йўналтириладиган кредитлар ҳажмининг пасайиши; банк сектори томонидан нобанк хусусий секторга йўналтириладиган кредитлар ҳажмининг ортиши; давлат сектори томонидан чет эл валютасида ифодаланган активларнинг ўзлаштириш ҳажми; банк секторининг норезидентларга нисбатан соф талаблари.

Мазкур масала юзасидан бир қатор Ҳиндистонлик иктисодчи олимларнинг фикрлари биров бошқачадир. Хусусан, Gupta бошчилигидаги бир гуруҳ иктисодчилар иктисодиётга пул таклифини «пул мультипликатори» назарияси ёндашуви орқали амалга оширишни ёқлаб муносабат билдирсалар, бошқа бир гуруҳ иктисодчилар (Ҳиндистон Марказий банки иктисодчилари) «баланслашган ёки таркибий» (пул массаси ва резерв пулларнинг ўзаро нисбати бўйича) ёндашув асосида амалга оширишни мақсадга мувофиқ деб ҳисоблайдилар¹³⁸.

Ҳиндистон Марказий банкининг (ХМБ) иктисодчилари иктисодиётга пул таклифи борасидаги қарашларини қуйидагилар билан асослашга ҳаракат қиладилар: (а) пул массаси (таклифи) Марказий банк ва ҳукуматнинг мажбурияти ҳисобланиши; (б) банклараро активлар ва мажбуриятлар пул таклифига таъсир кўрсатмайди; (в) тижорат банкларининг Марказий банкдан

¹³⁷ Gowland D.H. Controlling the money supply (Routledge Revivals). 1982. <https://books.google.com/books?isbn=1135009325>

¹³⁸ Gupta S. B. (1976a): 'Factors Affecting Money Supply'. Economic and Political Weekly, January 24, pp 117-28.; Das R. Determination of Money Supply in India: The Great Debate. Working paper series June, 2009. First draft December, 2003. Centre for studies banking and finance (Established by the Reserve Bank of India at National Law University, Jodhpur).

карз олиши пул таклифини оширади; (г) банк тизимидаги молиявий активлар вариацияси билан номонетар мажбуриятлар вариацияси ўртасидаги фарқлар пул массасининг ўзгаришига таъсир қилади; (д) банк тизимидаги молиявий активлар ва мажбуриятларнинг ўзгаришига қайси секторнинг (давлат ёки хусусий сектор) таъсири кўпроқ сабаб бўлиши; (е) давлат бюджети таъчиллиги пул таклифини келтириб чиқаради; (ж) бюджет таъчиллигига мос равишда давлатнинг Марказий банкдаги чэт эл валютаси ҳисоб-рақамидаги маблағнинг камайиши (валютанинг сотилиши) ёки давлат қимматли қоғозларини чиқариш ҳисобига пул таклифига таъсир кўрсатади; (з) тижорат банкларининг кредит бериш имкониятларини ошириш/насайтириш ёки улар томонидан хусусий секторга аванс маблағлари бериш ёхуд уларнинг қимматли қоғозларини харид қилиш пул таклифининг ошиши/камайишини келтириб чиқаради; (к) давлат сектори ғазначилик балансларини ўзгартириш орқали пул таклифига тўғридан-тўғри таъсир кўрсата олиш имконияти эга.

Пул мультипликатори назарияси тарафдорлари эса ушбу муносабатларга танқидий ёндашиб, юқоридаги контрагентлар (пул-кредит тизими иштирокчилари) пул массасининг детерминантлари сифатида қаралмаслиги ва улар пул таклифининг тўғридан-тўғри инструментларини ҳосил қилмаслигини таъкидлайдилар. Ушбу назария тарафдорларига қарши бўлган бошқа бир гуруҳ иқтисодчилар, хусусан Mujumdar¹³⁹ ўз фикрини қуйидагича асослашга ҳаракат қилади: (а) агар Марказий банк кредит бериш миқдори бўйича чекловларни ўрнатса, тижорат банкларининг имкониятлари ҳам чекланишини (резервлари ортиқча бўлишига қарамасдан); (б) мультипликатив таҳлил иккиламчи пул (квази пуллар назарда тутиляпти) вариациясини очиб бера олмаслиги, ваҳоланки Марказий банк таҳлили эса ушбу омилни таҳлил қила олиши; (в) узок йиллар давомида кредит режаси билан иқтисодий ривожланиш режаси ўртасидаги алоқадорликни ҳисобга олган ҳолда Хиндистон Марказий банки бирламчи ва иккиламчи пул массасини бир-бирдан ажратта ҳолда эмас, балки биргаликда олган ҳолда иқтисодиётга пул таклифини режалаштириши мақсадга мувофиқдир, деб ҳисоблайди; (г) ХМБ таҳлиллари бирламчи ва иккиламчи пул массасининг вариацияси ҳақида тўлиқ маълумот тақдим этолсада, мультипликатив таҳлил иккиламчи пул массаси томонидан юзага келадиган талабни инкор этади.

ХМБнинг бошқа бир вакили Khatkhate¹⁴⁰ юқоридаги ҳар иккала иқтисодчига нисбатан бироз бошқача фикр-мулоҳазаларни билдиради. Хусусан, (а) яққа мультипликатив таҳлил ўзининг самарасига эга эмас ва у ХМБнинг кенг камровли таҳлили таъсиридадир; (б) мажбурий захиралар меъёрини ошириш ва кредитлашнинг юқори чегарасини белгилаш мультипликация даражасига турлича таъсир кўрсатиши мумкин; (в) пул мультипликаторнинг тебраниш даражаси мажбурий захиралар меъёрининг ўзгаришига боғлиқ, деган фикрларни илгари суради.

¹³⁹ Mujumdar N. A. Money Supply Analysis Mechanistic and Economic Explanations. Economic and Political Weekly, Feb 28, 1976. pp 371-73.
¹⁴⁰ Khatkhate D. Money Supply Analysis: Shadowboxing. Economic and Political Weekly, April 17, 1976. pp. 608-09.

Юқоридаги таҳлиллардан келиб чиққан ҳолда қуйидаги хулосаларга келиш мумкин:

- иқтисодчилар ўртасида пул назариясига оид қарашлар ҳозирги вақтда ҳам ўзининг долзарблигини йўқотгани йўқ. Айниқса бундай қарашлар ҳозирги замон ахборот технологиялари асрида янада фаоллашмоқда. Иқтисодиётнинг пулга бўлган талаб ва таклиф мувозанатига эришиш масаласи пул-кредит сиёсатининг энг муҳим устувор вазибаларидан бири ҳисобланади. Бундай мувозанатга эришиш монетар инструментларнинг таъсирчанлик ва самарадорлик кўрсаткичлари билан изоҳланади;

- таҳлиллар шуни кўрсатмоқдаки, мавжуд пул-кредит сиёсати индикаторлари ўртасида айрим номуносабликлар мавжуд бўлиб, уларни мувофиқлаштириш лозим (депозит ва кредитлар ҳажми, уларнинг эластиклиги, пул мультипликатори коэффициенти ва унинг пул массасига таъсири, реал пул массаси ва ЯИМ ўсиш суръатлари ўртасидаги номуносабликлар);

- юқоридаги номуносабликлар иқтисодиётнинг пулга бўлган талаб ва таклиф мувозанатини таъминлашга ўзининг салбий таъсирини кўрсатмоқда. Натижада, пулга бўлган танқислик кўшимча равишда ЯИМ ҳажминини ошириш, давлат бюджетига солиқлар кўринишидаги тушумларнинг келиб тушини, бюджет сарф-харажатларини молиялаштириш ва аҳоли реал даромадларини ўстириш имкониятларини чекламоқда.

Юқоридаги хулосаларга асосланган ҳолда қуйидаги таклифларни билдириш мумкин:

- мавжуд пул-кредит сиёсати инструментлари ва индикаторлари ўртасидаги номуносабликни бартараф этиш чора-тадбирларини ишлаб чиқиш зарур. Бунда асосий эътибор пул мультипликатори ва девальвация индикаторларига қаратилиб, уларнинг таъсирида иқтисодиётнинг пулга бўлган талаб ва таклиф ҳажминини реал қондириш мақсадга мувофиқдир. Хусусан, сўнгги йилларда таъсир самарадорлиги паст бўлган девальвация сиёсатини сузувчи курс режимига ўтказиш ва шунга мос равишда пул мультипликатори индикаторини қайта кўриб чиқиш орқали пул таклифини мувофиқлаштириш мақсадга мувофиқдир;

- реал пул массаси ва ЯИМнинг ўсиш суръатлари ўртасидаги номуносаблик тенденцияларига таъсир кўрсатаётган омилларни аниқлаш ва уларни монетар воситалар орқали мувофиқлаштириш мақсадга мувофиқдир. Акс ҳолда бундай номуносаблик ҳолатлари монетар воситаларнинг иқтисодиётни тартибга солиш борасидаги назарий ва амалий хулосаларини инкор этишга ёки уларни асосиз қалғитувчи парадоксга айлантириши мумкин;

- пул массаси ва унинг айланиш тезлиги ўртасидаги номуносаблик ҳолатларини ҳам такомиллаштириш мақсадга мувофиқдир. Бунда асосий эътибор, пул айланиш тезлигини ошириш имкониятини берувчи банк хизмати инфраструктурасини ривожлантириш чора-тадбирларига қаратилиши лозим. Хусусан, жиёмоний шахслар ўртасида мол-мулк ва бошқа шахсий активларни

олди-сотди қилишда уларни ўзларининг банк ҳисоб-рақамлари орқали амалга оширилишини рағбатлантирувчи ҳисоб-китоб механизмларини ишлаб чиқиш зарур;

• иқтисодиётнинг пулга бўлган талаб ва таклифини мувозанатлаштиришда мавжуд фонд бозори инструментларидан самарали фойдаланиш, шунингдек капиталлар ҳаракати мобиллигини изчил такомиллаштириш ва фонд бозори фаолиятини мувофиқлаштириш мақсадида амалиётга ҳисоб ставкаси инструментини жорий қилиш мақсадга мувофиқдир.

3.3-§. Интервенция воситасининг миллий валюта курси барқарорлигига таъсири ва уни такомиллаштириш масалалари

Мазкур бобнинг биринчи ва иккинчи параграфлари доирасида биз девальвация воситасининг мамлакат макронқтисодий кўрсаткичларига, шу жумладан, монетар кўрсаткичларига бўлган таъсир самарадорлиги ҳақида илмий-амалий таҳлилларни амалга оширдик. Энди ушбу параграф доирасида интервенция воситасининг номинал валюта курси барқарорлигига бўлган таъсири ҳақида фикр юритамиз.

Мамлакатлар ўртасида эркин ташқи савдо алоқаларининг ривожланиши, капиталлар ҳаракатининг очиклиги ва эркин конвертациянинг таъминланганлиги шароитида Марказий банк (МБ) томонидан валюта курси барқарорлигини таъминлашдаги сайи-ҳаракати девиз сиёсатининг интервенция воситаси таъсирида самарали кечади.

Айнан интервенция воситасининг таъсири ушбу жараёнда валюта бозорининг барқарор фаолият кўрсатишига хизмат қилувчи муҳим омилга айланади. Бошқача айтганда, МБ интервенция воситаси орқали валюта курси динамикаси барқарорлигини сақлашга, унинг мақсадли кўрсаткичларини таъминлашга, «кўчиш эффекти»нинг олдини олишга, кутилмаган кескин тебранишларга барҳам беришга, етарлича даражадаги ликвидликни таъминлашга ва халқаро олтин-валюта захираларининг ўсишига ҳамда улар барқарорлигининг таъминланишига бевосита таъсир кўрсатади.

Марказий банклар томонидан интервенция воситасини қўллашга оид дастлабки назарий тадқиқотлар 70 аср охирларида пайдо бўлиб, улар асосан базавий валюта курси моделларига¹⁴¹ таянган ҳолда амалга оширилган. Ушбу моделларда интервенция воситасининг валюта курси барқарорлигига таъсири асосан икки йўналишда амалга оширилган. Биринчи йўналишда интервенция воситасинини таъсир механизми портфелли, хабардорлик ва мувофиқлик тавсифидаги каналлар орқали амалга оширилган бўлса, иккинчи йўналишда интервенцияни амалга ошириш борасидаги ахборотларнинг очиклик даражаси, уни амалга ошириш харажатларининг самарадорлиги, вазиятга мосланувчанлик, валюта бозори иштирокчиларининг реакцияси каби омиллар эътиборга олинган ҳолда амалга оширилган.

Мана шундай назарий ёндашув ва қарашларга мувофиқ Марказий банклар интервенция жараёнини «стерилизация қилинган» ва «стерилизация қилинмаган» таснифга ажратган ҳолда қараб чиқишади. Стерилизация қилинган интервенция дейилганда бир вақтнинг ўзида ёки муайян вақт оралигида МБ томонидан халқаро олтин-валюта захиралари ўзгариши билан пул базасига таъсир этиш тушунилади.

Стерилизация қилинмаган интервенция дейилганда эса МБ томонидан чет эл валютасини сотиш ёки сотиб олиш натижасида пул массасига бевосита таъсир этиш тушунилади. Бошқача айтганда, ушбу интервенция орқали МБ

¹⁴¹ Қаранг: Бердиназаров З.У. Валюта курси режимининг таснифлари, таҳлиллари ва уларни такомиллаштириш масалалари. Иқтисодиёт ва таълим илмий журнали. 5-сон, 2017 й. Т.ДНУ. 166-177- бетлар.

пул массаси мувозанатини компенсациялашга ҳаракат қилмайди. Натижада иктисодиётда пул массасининг танқислиги ёки ортиқчалиги юз бериб, иктисодиёт субъектларининг шунга мос равишда ҳаракат қилишига замин яратилади. Кўпчилик ҳолларда ушбу таснифдаги интервенция пул массаси таклифини оширишга хизмат қилиб, валюта курси тебранишига тўғридан-тўғри таъсир кўрсатади.

Унинг таъсир механизми валюта курси моделларида таҳлил қилинган фоиз ставкалари паритетига асосланган ҳолда юз беради. Агар фоиз ставкалари паритетига эришилмаса, у ҳолда монетар органлар каттик нарх сиёсати шароитида қисқа муддатли даврда номинал валюта курсига таъсир этишлари мумкинлиги таъкидланади. Мисол учун, МБ томонидан фоиз ставкасининг пасайтирилиши қисқа муддатли даврда умумий пул базасининг кўпайишига, капиталнинг чиқиб кетишига ва миллий валютанинг кадрсизланишига олиб келса, ўрта муддатли даврда эса пул ҳаракатининг «кўчиш эффекти» таъсирига кўра, нарх-навонинг қимматлашиши, реал пул массасининг камийиши, фоиз ставкасининг ошиши ва миллий валютадаги депозит даромадларининг ортиши ҳамда миллий валюта кадрининг мустаҳкамланиши юз беради.

Стерилизация қилинмаган интервенция капитал ҳаракатининг мукамал мобиллиги шароитида номинал валюта курси барқарорлигини сақлашга сезиларли даражада таъсир кўрсата олмайди. Сабаби, ушбу ҳолатда мамлакатлар ўртасида фоиз ставкалари паритетига эришиш мумкин бўлган ҳолат кузатилиши мумкин. Унинг сезиларли даражадаги таъсири фақат активларнинг (миллий ва чет эл активлари) номукамал алмашинуви юз берган жараёнда кузатилиши мумкин.

Стерилизация қилинган интервенция механизми пул базаси, фоиз ставкаси, инфляция ва номинал валюта курси тебранишларининг олдини олишга (нейтраллаштиришга) хизмат қилади. Ушбу ҳолат билвосита омиллар таъсирида юз бериши алоҳида таъкидланади. Бошқача айтганда, бундай операциянинг таъсир самараси фонд бозори иштирокчилари портфелининг самарали шаклланишига, монетар органларнинг улар фаолиятига ахборот сигналлини етказиш жараёнига, валюта бозоридаги трейдрлар ҳаракатининг мувофиқлаштирилиши каби сайи-ҳаракатларга боғлиқ бўлади.

Юқорида кайд этганимиздек, монетар органларнинг интервенция жараёни чет эл активларини сотиш ёки сотиб олиш билан изоҳланади. Стерилизация қилинмаган интервенция шароитида МБ томонидан чет эл валюталарини сотиш ёки сотиб олиш унинг соф чет эл активлари ҳажмининг (микдорининг) ошишини/камайишини ва шунга мос равишда пул массасининг ҳам ошиши/камайишини келтириб чиқаради. Стерилизация қилинмаган интервенция очик бозор операциялари сингари МБнинг мажбуриятларига худди шундай таъсир кўрсатади, уларнинг асосий фарқи шундаки, стерилизация қилинмаган интервенция шароитида пул массасининг ўзгариши чет эл активлари ҳажмининг жамғарилиши билан юз берса, очик

бозор операциялари шароитида эса у миллий активларнинг жамғарилиши таъсирида юз беради.

Агар интервенция тўлиқлигича стерилизация қилинадиган бўлса, у ҳолда халқаро олтин-валюта захираларининг ўсиши/камайиши МБнинг соф ички активларининг ортиши/камайиши билан компенсацияланиши лозим. Бу ўз навбатида, пул базасининг ўзгаришсиз қолишини таъминлайди.

Стерилизация қилинадиган интервенциянинг номинал валюта курси тебранишларига бўлган таъсири учта канал орқали, яъни портфеллик, сигналлик ва мувофиқлик каналлари орқали кечади.

Портфелли каналига мувофиқ (Isard¹⁴², Branson)¹⁴³ интервенция жараёни амалга ошириладиган бўлса, у ҳолда валюта курси маҳаллий ва чет эл активлари ўртасидаги талаб ва таклиф нисбатининг ўзгаришига мутаносибликда кечади ҳамда ички фоиз ставкасининг ўзгаришига боғлиқ бўлади. Шунингдек, нархлар даражаси (инфляция) ва чет эл активларининг миллий валютадаги даромадларининг ўзгариши номинал валюта курсининг ўзгаришига таъсир кўрсатиши мумкин. Портфел моделидаги¹⁴⁴ мисолга эътибор қаратадиган бўлсак, барча шароитлар тенг бўлган тақдирда маҳаллий активлар таклифининг оширилиши, улар нисбий баҳосининг (нархларининг) пасайишини келтириб чиқаради. Агар маҳаллий ва чет эл активлари иктисодиёт агентлари томонидан бир-бирини ўрниши босувчи мукамал «substitute» сифатида қаралса, у ҳолда стерилизация қилинадиган интервенция ушбу канал орқали номинал валюта курси ўзгаришига сезиларли даражада таъсир кўрсата олмайди. Мана шундай ҳолатда инвесторларни активларнинг нисбий миқдори (соли) эмас, балки уларнинг умумий суммаси кўпроқ қизиқтиради.

Агар маҳаллий ва чет эл активлари номукамал алмашинувга эга бўлса (бир-бирини ўрниши боса олмаса), у ҳолда хусусий сектордаги миллий активлар ҳажмининг ортиши, унга бўлган риск мукофотининг ҳам ортишини, капиталнинг мамлакатдан чиқиб кетишига ва натижада миллий валютанинг ҳам кадрсизланишини юзага келтириб чиқариши мумкин (фоиз ставкалари ўзгармаган шароитда ҳам). Шунини алоҳида таъкидлаб ўтиш лозимки, халқаро миқёсдаги институционал инвесторлар маҳаллий инвесторларга қараганда мана шундай хавф-хатар (риск) даражаси юқори бўлган турли хил таснифдаги (категориядаги) активларга инвестиция қилиш квоталари етарлича бўлганлиги боис, уларнинг абсолют даражадаги капиталлар мобиллигига эришиш имкониятини яратиб беради. Активлар ҳисобини олишдаги бундай номутаносиблик муайян даражада капиталлар абсолют мобиллигининг бузилишига сабаб бўлувчи омиллардан ҳисобланади. Аммо назарияда ушбу номутаносиблик стерилизация қилинадиган интервенциянинг ушбу портфел

¹⁴² Isard P. Factors Determining Exchange Rates: The Roles of Relative Price Levels, Balances of Payments, Interest Rates and Risk. BIS Working Paper No. 4. 1980. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=868887>.

¹⁴³ Branson W. A Model of Exchange-Rate Determination with Policy Reaction: Evidence from Monthly Data. NBER Working Paper No. 1135. 1983. p.1-35. Available at: <http://www.nber.org/papers/w1135.pdf>.

¹⁴⁴ Kouri P.J.K. The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and in the Long Run: A Monetary Approach. The Scandinavian Journal of Economics, Vol. 78, No. 2, Proceedings of a Conference on Flexible Exchange Rates and Stabilization Policy (Jun., 1976), pp. 280-304.

канални оркали чет эл валютасига бўлган талаб ва таклифга таъсир этиши тўғрисида хулоса қилинади (Синельников, Дробышевский, Трунин)¹⁴⁵.

Муаллифлар ушбу хулосани куйидаги тенглама оркали куйидагича ифодалашади:

$$s = \left(\frac{B}{F}\right) \cdot \frac{(1 - \beta(i - i^* - E\Delta s))}{\beta(i - i^* - E\Delta s)}; \quad (1.24)$$

$$s = \left(\frac{B^*}{F^*}\right) \cdot \frac{(1 - f(i^* + E\Delta s - i))}{f(i^* + E\Delta s - i)}; \quad (1.25)$$

Бу ерда: s – номинал валюта курси; B – давлат ички қарзлари ёки давлат облигациялари ҳажми; F – миллий иқтисодиётга тегишли бўлган чет эл давлат облигациялари; i – ички фоиз ставкаси; B^* , F^* , i^* – чет эл иқтисодиётидаги худди шундай кўрсаткичлар; s , f – модель параметрлари.

Шундай қилиб, Марказий банк томонидан стерилизация қилинадиган интервенция ҳаракати, яъни чет эл валютасини сотиб олиш бўйича¹⁴⁶ амалга ошириладиган ҳаракат ички давлат облигациялари ҳажмининг ортишига ва риск мукофотининг кўпайишига ҳамда ички активларга бўлган талабнинг камайиши пировард натижада миллий валютанинг кадрсиэланлишига олиб келиши мумкинлигига, шунингдек, барча шароитлар тенг бўлган тақдирда, миллий иқтисодиёт субъектларига тегишли бўлган чет эл активлари ҳажмининг ортиши, унга бўлган риск мукофотининг ҳам ортишини, шунга мос равишда талаб ҳажмининг қисқаришини ҳамда миллий валюта қадрининг ошишига олиб келиши мумкинлигига хулоса қилинади. Миллий валютада ифодаланган миллий активларнинг қутилаётган даромадлилик даражаси чет эл активларидан қутилаётган даромадлиликка нисбатан юқори бўлиши, миллий активларга бўлган талаб ҳажмини ошириши ва пировардида миллий валюта қадрининг ортишига таъсир этиши мумкинлиги таъкидланади. Аммо шуни алоҳида қайд этиш мумкинки, стерилизация қилинадиган интервенция ҳаракати активларнинг муқамал алмашинуви шароитида “сигнал”ли канал оркали ҳам ижобий таъсирга эга бўлиши мумкин (Musa, 1981)¹⁴⁷.

Иқтисодиёт субъектлари сигналли каналлар таъсирида ўзларининг чет эл активларига, шу жумладан чет эл валюталарига бўлган талаб ва эҳтиёжларини, улардан қутилаётган даромадларини қутилаётган валюта курси ўзгаришлари бўйича қайта ҳисоб-китоб қилиш ва режалаштириш имкониятига эга бўлишлари мумкинлиги ифодаланади. Сигналли каналлар оркали юз берадиган фаразлар шундан далолат берадики, жорий

стерилизация қилинган интервенция ҳолати келажакдаги пул массаси таклифининг ўзгариши билан боғлиқ ҳолда юз бериши ва бу ўз навбатида, жорий валюта курсининг тебранишига таъсир этиши мумкинлиги таъкидланади. Шу билан бирга стерилизация қилинадиган интервенция ҳаракати транзакцион харажатларни ҳам келтириб чиқарадики, бу монетар органларнинг мақсадли валюта курси кўрсаткичларини таъминлаш бўйича интервенция мақсадларини кенг жамоатчиликка маълум қилиш билан изоҳланади.

Сигналли каналлар оркали стерилизация қилинадиган интервенциянинг иқтисодиётга таъсирини портфелли активлар таъсирида ўрганиш бўйича кўплаб назарий тадқиқотлар олиб борилган (Aguilar¹⁴⁸, Humpage¹⁴⁹, Vitale¹⁵⁰).

Муаллифлар активлар бозорида нарх-навони шакллантиришнинг стандарт моделига асосан валюта курсининг динамикасини куйидаги тенглама оркали ифодалашади:

$$s_t = f_t + \alpha[E_t(s_{t+1}|\Omega_t) - s_t]; \quad (1.26)$$

Бу ерда: s_t – t вақт оралиғидаги логарифмик номинал айирбошлаш курси; f_t – фундаментал кўрсаткичларнинг қизикли комбинациялари; E_t – кутиш; Ω_t – жорий вақт давомида валюта бозори иштирокчиларига маълум бўлган ахборотлар кенглиги; $\alpha > 0$. Демак, t вақт оралиғидаги валюта курси жорий фундаментал кўрсаткичлар ва муайян даврда ($E_t(s_{t+1}|\Omega_t) - s_t$) валюта савдосидан келадиган даромадларга боғлиқ ҳолда белгиланиши мумкин. Шунинг натижаси ўлароқ юқоридаги тенглама куйидаги кўринишга эга бўлади:

$$s_t = \frac{1}{1 + \alpha} \cdot f_t + \frac{1}{1 + \alpha} \cdot E_t(s_{t+1}|\Omega_t); \quad (1.27)$$

Ушбу тенглама стохастик¹⁵¹ кўринишга эга бўлганлиги боис, уни куйидагича умумий ечимга келтириш мумкинлиги таъкидланади:

$$s_t = s_t^* + b_t; \quad (1.28)$$

Бу ерда: s_t^* – фундаментал ўзгарувчиларга боғлиқ равишда шаклланган мувозанатли валюта курси; b_t – валюта бозоридаги «кўпик», яъни кутиш ва ахборотлар билан таъминланган ёки таъминланмаган ҳолатлар:

$$E(b_{t+1}|\Omega_t) = \left(\frac{1 + \alpha}{\alpha}\right) \cdot b_t; \quad (1.29)$$

Агар «кўпик» ҳолати юз бермаса s_t^* юқоридаги 1.27-тенгламанинг ягона ечими бўлиб ҳисобланиши мумкин эди. Аммо бундай ҳолатни ҳосил қилиб бўлмайди. Шу боис, юқоридаги 4.6 тенгламанинг рекурсив ечимига мувофиқ

¹⁴⁵ Синельников-Мурылев С.Г., Дробышевский С.М., Трунин П.В. Решения G20 о скоординированной антикризисной экономической политике и российский опыт. Российский внешнеэкономический вестник. №6. 2011.

¹⁴⁶ Барча шароитлар тенг бўлган тақдирда, Марказий банкнинг (МБ) стерилизация қилинадиган интервенция ҳажми билан эмиссия қилинадиган ички давлат облигациялари ҳажми ўртасидаги алоқадорлик куйидаги формула оркали ифодаланади: $B = \int DEF - M - \int INT$; Бу ерда: $\int DEF$ – давлат бюджети таъминлиги; M – миллий пул массаси; $\int INT$ – МБнинг интервенция ҳажми (Dooley, Isard, 1983).

¹⁴⁷ Mussa M. The role of official intervention. Group of Thirty Occasional Paper No. 6 (Washington: Group of Thirty). 1981.

¹⁴⁸ Aguilar J., Nydahl, S. Central Bank Intervention and Exchange Rates: The Case of Sweden, Working Paper 54. Sveriges Riksbank. 1998.

¹⁴⁹ Humpage O. U.S. Intervention: Assessing the Probability of Success. Journal of Money, Credit and Banking 31(4), 1999, pp.731–47.

¹⁵⁰ Vitale P. Sterilized Central Bank Intervention in the Foreign Exchange Market. Journal of International Economics, vol. 49, issue 2, 1999, p. 245–267.

¹⁵¹ Тасодифий эҳтимоллик, яъни статистик жиҳатдан таҳлил қилиниши, аммо аниқ прогноз қилиш имконияти бўлмаган тасодифий эҳтимоллик.

валюта курсининг мувозанатли траекториясини куйидагича ифодалаш мумкин:

$$s_t = \frac{1}{1+\alpha} \cdot \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+\alpha} \right)^j E_t (f_{t+j} | \Omega_t) + \left(\frac{\alpha}{1+\alpha} \right) \cdot E(b_{t+1} | \Omega_t); \quad (1.30)$$

Ушбу тенгламадан кўриниб турибдики, валюта курси асосан иккита омил таъсирида бўлиб колмоқда: 1) жорий даврда кутилаётган фундаментал кўрсаткичларга; 2) валюта бозоридаги «кўпик» ҳолатига. Жорий даврда «кўпик» ҳолатининг валюта курсига таъсири аҳамиятли бўлиб, унда иктисодиёт субъектларининг «кўпик» таъсирини келгусида ортиш эҳтимолини кутишлари инobatта олинган. Мана шу жиҳатдан олиб қараганда, 1.30-тенглама сигналли канал бўйича стерилизация қилинадиган интервенция ҳаракатининг бошланғич нуктаси сифатида баҳоланган.

Стерилизация қилинадиган интервенция жараёни валюта бозори иштирокчиларининг «кутиш» сигнали орқали валюта курсининг ўзгаришига таъсир этиши мумкин. Валюта бозори иштирокчилари ва Марказий банк ўртасида фундаментал кўрсаткичлар, пул-кредит сиёсати, интервенция ва валюта курсининг максалли кўрсаткичлари бўйича маълумотларнинг (ахборотларнинг) ассиметрик равишда тақсимланиши ушбу бозор учун хос бўлган айрим ноаникликларни қисқартириши мумкин. Марказий банкнинг ушбу интервенция жараёни пул-кредит сиёсати ва бошқа фундаментал кўрсаткичларнинг истиқболдаги ўзгаришлари билан боғлиқ ахборотларни ҳам ўзида мужассам этиши мумкин.

Стерилизация қилинадиган интервенция жараёнининг мувофиклик канали орқали ўрганиладиган назарий ва эмперик тадқиқотлар, бир томондан, портфелли ва сигналли каналларнинг паст самарадорлик ҳолатини ифодалашга ҳаракат қилса (Engle and Frankel¹⁵², Ghosh¹⁵³), иккинчи томондан унинг фаол таъсир этиш даражасини ҳам ифода тайди (Reitz and Taylor)¹⁵⁴.

Мувофиклик канали орқали стерилизация қилинадиган интервенция жараёнининг самарадорлигини аниқлаш номинал валюта курсининг бир қатор фундаментал омиллар таъсиридаги «мувозанатли» ҳолатидан четланишида кузатиш мумкин. Мана шундай четланишлардан бирини микроструктуралли модель ёндашувлари (Grauwe and Grimaldi)¹⁵⁵ бўйича ўз фаолиятини фундаментал макронктисодий кўрсаткичлар прогнозига асосланган ҳолда олиб борадиган трейдрлар фаолиятида кузатиш мумкин. Яъни улар ноаниқ шов-шувларга эътибор қаратмасдан валюта бозорини вақтинчалик тарқ этишлари мумкин. Мана шундай ҳолатда Марказий банк стерилизация қилинадиган интервенция жараёни орқали валюта курсининг

мувозанатли ҳолатини таъминлаши ва инвесторларнинг фундаментал макронктисодий кўрсаткичларга бўлган ишончини ошириши билан мазкур вазиятнинг барқарорлигини мувофиқлаштиради.

Ушбу каналнинг трейдрлар ишончига бўлган таъсир самараси валюта курсининг ўз «мувозанатли» ҳолатидан четланиш даражасига ўта боғлиқ бўлиб, агар у сезиларли даражада четламаса ва қиска даврли аҳамият қасб этса трейдрлар валюта бозорини тарқ этмайдилар, уни вақтинчалик феномен сифатида кузатиб, ундан чайқовчилик максалида фойдаланадилар. Агар у сезиларли даражада четласа ва узок даврли хусусият қасб этса, у ҳолда валюта бозорини вақтинчалик тарқ этадилар. Айнан мана шундай вазиятда ушбу каналнинг интервенция самарадорлигига бўлган таъсири яққол сезилади.

Reitz ва Taylorнинг тадқиқотларига мувофик, инвесторларнинг фундаментал макронктисодий кўрсаткичларга бўлган ишончини куйидаги формула орқали тасвирлаш мумкин:

$$w_t = \frac{2 \exp(c_t)}{1 + \exp(c_t)}; \quad (1.31)$$

$$c_t = -(\varphi_1 - \varphi_2 \cdot \text{int}_t) \frac{|f_t - s_t|}{\sigma_t^s}; \quad (1.32)$$

Бу ерда, $0 < w_t < 1$ – ахборотга эга бўлган трейдрларнинг узок муддатли даврда мувозанатли валюта курсининг ўзгаришига (тебранишига) қўшган хиссаси ёки инвесторларнинг фундаментал кўрсаткичларга ишончлилик даражаси; φ_1 ; φ_2 – ахборот билан таъминланган трейдрларнинг валюта бозоридаги иштирок этиш даражаси (φ_1 – фаол, яъни валюта курси харид қобилияти паритетига яқин бўлганда; φ_2 – нофаол, яъни валюта курси харид қобилияти паритетидан узоклашганда); f_t – узок муддатли номинал валюта курси; s_t – спот курси; σ_t^s – номинал валюта курсининг шартли стандарт огиш даражаси; int_t – Марказий банк интервенцияси (фундаментал мувозанат курсга нисбатан валюта курси юқори баҳоланган бўлса, у ҳолда минус 1га кўпайтирилган ҳолда ҳисобланади; агар кам баҳоланган бўлса, 1га кўпайтирилган ҳолатда ҳисобланади); c_t – оралик кўрсаткич, яъни инвесторларнинг фундаментал таҳлилларга бўлган ишончини тавсифлайди.

Халқаро амалиётда юз берганидек, Марказий банк интервенцияси ахборот билан таъминланган трейдрларнинг ишончсизлигини тўлиқ бартараф эта олмаслиги мумкин ва унинг интервенция даражаси тадқиқотчиларнинг фикрича $\varphi_1 > \varphi_2$ кўринишга эга бўлади, яъни интервенция даражаси фаолиштирокчилар фаолиятига сезиларли даражада таъсир кўрсата олади.

Юқоридаги назарий қараш ва амалий хусусиятлардан келиб чиққан ҳолда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан амалга ошириладиган бугунги кундаги валюта интервенцияси жараёнини кўпроқ «стерилизация қилинган» ёндашув билан ифодалаш мумкин (амалиётда Марказий банк томонидан стерилизация операцияларининг айнан қайси туридан ёки ёндашувидан фойдаланиладиганлиги тўғрисида расмий маълумот мавжуд эмас). Бошқача айтганда, Марказий банк стерилизация қилинган

¹⁵² Engel Ch., Frankel J. Why money announcements move interest rates: an answer from the foreign exchange market. NBER Working Paper Series. Working Paper No. 10149. 1982. p. 1-29 (<http://www.nber.org/papers/w1049.pdf>).

¹⁵³ Ghosh A., et al. Exchange Rate Regimes: Classification and Consequences, p.7. 1995.

¹⁵⁴ Reitz S., Taylor M. The coordination channel of foreign exchange intervention: a nonlinear micro structural analysis. Discussion Paper Series 1. Economic Studies No 08/2006. Available at: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/19636/1/200608dkp.pdf>

¹⁵⁵ Grauwe P., Grimaldi M. The exchange rate in a behavioral finance framework. Princeton University Press. International Review of Economics & Finance. Volume 16, Issue 2, 2007. pp. 300-302.

фаолиятни амалга ошириш билан халқаро олтин-валюта захиралари баланси ҳамда пул базасининг ўзгаришига таъсир этмоқда. Буни ташқи иқтисодий фаолиятдан олинган ижобий колликдаги валюта тушумларини олтин-валюта захирасига олиш ва шунга мос равишда миллий валюта эквивалентини пул базасидан чиқаришдаги ҳаракатида кузатиш мумкин¹⁵⁶.

Тахлилларимизда мана шундай стерилизация операцияси натижасида 2012-2016 йиллар давомида пул базасининг йилига ўртача 7.2 трлн.сўмга пасайиши кузатилади¹⁵⁷. Мазкур ҳолатни монетар орган банк тизимида ортиқча ликвидликни шакллантирувчи ва инфляцияни босимнинг ошишига олиб келувчи омиллар сифатида изохлашга ҳаракат қилса, бизнинг назаримизда эса у иқтисодиётга пул етишмовчилигини (танқислигини) келтириб чиқарувчи омил сифатида қаралган¹⁵⁸.

Валюта бозори тизимининг шаффоф эмаслиги ва замонавий механизмлар таъсирида ҳаракат қилмаслиги унда иштирок этувчи субъектларнинг, жумладан аҳолининг ушбу бозор фаолиятига оид ахборотларни қабул қилиш, қайта ишлаш, узатиш ва таъсир этиш имкониятларини чекламоқда. Айниқса бизнинг шароитимизда стерилизация қилинадиган интервенциянинг сигналлик ва мувофиқлик каналлари орқали кечадиган таъсир доираси сезилмайди. Портфеллик канали эса ўзининг бироз таъсирга эга. Аммо унинг таъсир доираси фақатгина давлат кафолати остида жалб қилинаётган инвестицияларда сезилади ҳолос. Қимматли қоғозлар бозорининг ривожланмаганлиги шу йўналишдаги инвестициялар фаолиятида жиддий муаммоларни юзага келтириб чиқармоқда. Хусусан, компанияларнинг даромадлилик кўрсаткичлари ва дивиденд бериш сиёсатининг яхши эмаслиги, уларнинг муқобил активларининг рақобатлилик даражасининг (ҳосилавий қимматли қоғозлар савдоси) пастлиги, халқаро фонд бозорида эркин айирбошланмаслиги ва бошқалар шулар жумласидандир. Маҳаллий активларнинг бундай турлари айни вақтгача ўзининг муқаммал даражадаги айирбошлаш салоҳиятини намён қилганича йўқ ва бу ҳаракат келгуси беш-ўн йиллик режаларнинг устувор йўналишларидан бири бўлиши зарур.

Учинчи боб бўйича хулосалар

1. Девальвация сиёсати экспорт ва импорт алоқаларига бевосита таъсир этувчи асосий омиллардан ҳисобланар экан уни кўр-кўрона амалга ошириш макроиктисодий кўрсаткичларга салбий таъсир кўрсатиши мумкин. Тадқиқот давомида амалга оширилган иқтисодий таҳлил натижалари шуни кўрсатдики, «узлуксиз-прогрессив» ёндашув бўйича олиб борилган девальвация сиёсати экспорт ва импорт операцияларига турлича таъсир кўрсатган. Хусусан, 1997-

¹⁵⁶ Қаранг. Монетар сиёсатнинг 2017 йилга мўлжалланган асосий йўналишлари. Иқтисодиётда пул тақлифининг ўзгариши ва шаклланиши қисмидаги маълумот (<http://cbu.uz/uzc/monetarnaya-politika/doklad-o-monetarnov-politike>).

¹⁵⁷ Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг 2013, 2014, 2015 ва 2016 йиллардаги пул-кредит соҳасидаги вазият ва монетар сиёсатнинг асосий йўналишларига бағишланган расмий ҳисоботларида келтирилган маълумотлар асосида ҳисобланган.

¹⁵⁸ Қаранг. Бердипазаров З. Девальвация воситасининг макроиктисодий кўрсаткичларга таъсири ва уни такомиллаштириш масалалари. «Молия ва банк иши» илмий электрон журнали. 7-сон, 2017 йил. 42-63-бетлар (<http://www.bfajournals.uz>).

2001 йилларда экспорт операциялари минус 0.03 коэффициентга ноэластиклик аҳамият касб этган бўлса, кейинги икки беш йилликда, яъни 2002-2006 ва 2007-2011 йилларда давомида унинг эластик коэффициентни мос равишда 0.4 ва 1.5 коэффициентни ташкил қилган. Аммо охириги беш йилликда эса (2012-2016 йй.) экспорт эластиклиги энг паст кўрсаткичдан ҳам, яъни 0.5 коэф.дан ҳам кескин пасайиб, 0.2 коэф.ни, импорт эса 0.5 коэф.ни ташкил этган. Ушбу коэффициентларнинг йиғиндиси эса 0.7 коэффициентни ташкил қилиб, Маршалл-Лернер шартига мос келмаган. Бу эса ўз навбатида, ушбу даврда олиб борилган девальвация сиёсатининг самарасиз қўлланилганидан далолат беради.

2. Мавжуд «узлуксиз-прогрессив» тавсифга эга бўлган девальвация сиёсатини «узлукли-регрессив» тавсифдаги янги сиёсат билан алмаштириш лозим. Бошқача айтганда, девальвация сиёсатини амалга оширишнинг илмий методологик асослариши ишлаб чиқиш зарур. Ушбу илмий методологик асос ўз ичига қуйидаги жиҳатларни, яъни девальвация сиёсатининг ҳаракат тавсифи (уни қачон ёки қайси вақтда амалга ошириш, зарур иқтисодий асос ва ҳок.) ва таснифини (девальвация даражаси, оралик муддат, услубиёт ва б.) қамраб олиши лозим. Ушбу ҳаракатнинг тавсиф ва таснифи, ўз навбатида, бир қатор макроиктисодий омилларнинг юзага келиш шарт-шароитлари ва уларнинг кўрсаткичларига боғлиқ. Бундай макроиктисодий кўрсаткичларга реал ЯИМ, истеъмол, жамғарма, инвестиция, экспорт, импорт, кенг пул массаси, фонд ставкаси, инфляция ва ишсизлик даражалари, халқаро пул ўтказмалари, солиқ ва бошқа мажбурий тўловлар юки, фонд ва валюта бозорининг самарадорлик кўрсаткичларини киритиш мумкин. Шунингдек, ушбу жараёнда ахборотларнинг ишончлилик, очкиллилик ва шаффофлилик каби жиҳатларини таъминлашга хизмат қилувчи институционал омилларнинг ролига ҳам алоҳида эътибор қаратиш лозим бўлади.

3. Узлукли-регрессив тавсифдаги методологияни ишлаб чиқишда валюта курси назариясининг фундаментал элементи ҳисобланган экспорт ва импорт эластиклик кўрсаткичларидан фойдаланиш мақсадга мувофиқдир. Ушбу эластиклик кўрсаткичини аниқлаш турли ёндашувлар (усуллар) орқали амалга оширилади. Мана шундай усуллардан бири реал самарали айирбошлаш курси билан боғлиқ усулдир. Экспорт ва импорт операцияларининг реал самарали айирбошлаш курсига нисбатан эластиклигини аниқлаш девальвация сиёсатининг самарадорлигини баҳолашга хизмат қилади.

4. Таклиф этилган методологик ёндашувга кўра, олиб борилган прогноз таҳлил натижалари қуйидагиларни кўрсатди: Биринчи сценарий вариантга кўра, валюта курсининг 2019 йилдаги прогноз кўрсаткичининг юқори чегараси 20657 сўм, қуйи чегараси 8612 сўм ва ўрта чегараси эса 14634 сўм атрофида бўлиши прогноз қилинди. Ушбу кўрсаткич 2020 йил учун мос равишда 23879 сўм, 16730 сўм ва 9582 сўм атрофида бўлиши прогноз қилинган. Иккинчи сценарий вариантга кўра эса валюта курси 2019 йилда мос

равишда 22166 сўм, 15543 сўм ва 8921 сўмни; 2020 йилда мос равишда 27625 сўм, 19050 сўм ва 8921 сўм атрофида бўлиши прогноз қилинган.

5. Иктисодчилар ўртасида пул назарияси таълимотига оид қарашлар ҳозирги вақтда ҳам ўзининг долзарблигини йўқотгани йўқ. Айниқса бундай қарашлар ҳозирги замон информацион технологиялари асрида янада фаоллашмоқда. Иктисодиётда пулга бўлган талаб ва таклиф мувозанатини таъминлаш пул-кредит сиёсатининг энг муҳим устувор вазифаларидан ҳисобланади. Бундай мувозанатга эришиш монетар воситаларнинг тури, шакли, сони, таъсир доираси ва самарадорлик кўрсаткичларига бевосита боғлиқдир. Олиб борилган таҳлиллар шуни кўрсатмоқдаки, мавжуд пул-кредит сиёсати индикаторлари ўртасида айрим номуносивбликлар мавжуд бўлиб, уларни мувофиқлаштириш талаб этилади. Хусусан, бундай номуносивбликларга депозит ва кредитлар ҳажми ўртасидаги, уларнинг эластиклик кўрсаткичлари, пул мультипликатори коэффициенти ва унинг пул массасига таъсири, реал пул массаси ва ЯИМ ўсиш суръатлари ўртасидаги номуносивбликларни киритиш мумкин. Бундай номуносивбликларнинг олдини олиш мақсадида қуйидаги таклифлар ишлаб чиқилди: а) мавжуд пул-кредит сиёсати инструментлари ва индикаторлари ўртасидаги номуносивбликни бартараф этиш чора-тадбирларини ишлаб чиқиш зарур. Бунда асосий эътибор пул мультипликатори ва девальвация индикаторларига қаратилиб, уларнинг таъсирида иктисодиётнинг пулга бўлган талаб ва таклиф ҳажмини реал кондиринг мақсадга мувофиқдир. Хусусан, сўнги йилларда таъсир самарадорлиги паст бўлган девальвация сиёсатини сузувчи курс режимига ўтказиш ва шунга мос равишда пул мультипликатори индикаторини қайта кўриб чиқиш орқали пул таклифини мувозанатлаштириш мақсадга мувофиқдир; б) реал пул массаси ва ЯИМнинг ўсиш суръатлари ўртасидаги номуносивблик тенденцияларига таъсир кўрсатаётган омилларни аниқлаш ва уларни монетар воситалар орқали мувофиқлаштириш мақсадга мувофиқдир. Акс ҳолда бундай номуносивблик ҳолатлари монетар воситаларнинг иктисодиётни тартибга солиш борасидаги назарий ва амалий ҳулосаларини инкор этишга ёки уларни асоссиз чалғитувчи парадоксга айлантириши мумкин; в) пул массаси ва унинг айланиш тезлиги ўртасидаги номуносивблик ҳолатларини ҳам бартараф этиш мақсадга мувофиқдир. Бунда асосий эътибор, пул айланиш тезлигини ошириш имкониятини берувчи банк хизмати инфраструктурасини ривожлантириш чора-тадбирларига қаратилиши лозим. Хусусан, жисмоний шахслар ўртасида мол-мулк ва бошқа шахсий активлар олди-сотдисини банк ҳисоб-рақамлари орқали амалга оширилишини рағбатлантирувчи ҳисоб-китоб механизмларини жорий қилиш зарур; г) иктисодиётнинг пулга бўлган талаб ва таклифини мувозанатлаштиришда мавжуд фонд бозори инструментларини кенгайтириш (ҳисоб ставкасини, самарали фонд бозори ставкасини ва ҳок.) ва улардан самарали фойдаланиш, капиталлар ҳаракатининг мукамал мобиллиги таъминлаш бўйича фонд бозори инфратузилмасини ривожлантириш мақсадга мувофиқдир.

6. Валюта бозори тизимининг шаффоф эмаслиги ва замонавий механизмлар таъсирида ҳаракат қилмаслиги унда иштирок этувчи субъектларнинг, жумладан аҳолининг ушбу бозор фаолиятига оид ахборотларни қабул қилиш, қайта ишлаш, узатиш ва таъсир этиш имкониятларини чекламоқда. Айниқса бизнинг шароитимизда стерилизация қилинадиган интервенциянинг сигналлик ва мувофиқлик каналларининг таъсир доираси деярли сезилмайди. Регулятор томонидан амалга ошириладиган стерилизация таъсиридаги интервенция операцияларининг самараси валюта курсининг маълум даражада мустаҳкамланишида, яъни ревальвацияланишида ўз аҳамиятига эга бўлиши лозим. Шу боис стерилизация воситасининг валюта курсини мустаҳкамлаш, харид қобилиятини ошириш, ҳисоб-китоблар механизмни такомиллаштириш ҳамда ахборотларнинг очкилликл ва шаффофликл даражасини юксалтириш бўйича таъсир самарадорлигини оширишда қуйидаги чора-тадбирларни амалга ошириш лозим: а) стерилизация воситасининг иктисодиётга таъсир этиш каналларининг механизмни такомиллаштириш лозим. Хусусан, портфеллик, сигналлик ва мувофиқлик каналларини валюта сиёсатининг бошқа инструментлари билан мувофиқлаштириш ҳамда ахборотларнинг очкиллигини таъминлаш; б) валюта бозори иштирокчиларининг прогноз қилинаётган муҳим фундаментал кўрсаткичларга нисбатан ишончини ошириш; в) регуляторнинг фонд ва валюта бозорига таъсир этиш репутациясини юксалтириш ва унга бўлган ишончни мустаҳкамлаш.

**IV БОБ. ВАЛЮТА СИЁСАТИ МЕТОДОЛОГИЯСИНИ
ТАКОМИЛЛАШТИРИШДА ВАЛЮТА КУРСИНИ ЭКОНОМЕТРИК
БАҲОЛАШ, ДИСКОНТ СИЁСАТИ ВА ИНФЛЯЦИОН ТАРГЕТЛАШ
РЕЖИМЛАРИНИ ҚЎЛЛАШ ИСТИҚБОЛЛАРИ.**

**4.1-§. Валюта курси тебранишларини ARCH ва GARCH оиласи
моделлари оркали баҳолаш.**

Валюта курси тебранишларини бевосита эконометрик моделлаштириш ва баҳолаш таҳлилларига ўтишдан олдин, дастлаб ARCH¹⁵⁹ ва GARCH¹⁶⁰ оиласи моделларининг мазмун ва моҳияти ҳамда уларнинг асосчилари хақида қисқача тўхталиб ўтсак.

ARCH ва GARCH оиласи моделлари ўз мазмун ва моҳиятига кўра, асосан молия бозори, шу жумладан валюта бозори конъюнктурасидаги молиявий активларнинг (акциялар, облигациялар ва бошқа деривативлар) баҳосини ҳамда валюта курси тебранишларини (ўзгаришларини) даврий маълумотлар (time series) асосида эконометрик таҳлил қилиш, моделлаштириш ва прогнозлаштиришга ихтисослашган модель авлодларини назарда тутди¹⁶¹.

ARCH модели илк бор R.Engel¹⁶² томонидан 1982 йилда Буюк Британия иқтисодиётидаги инфляцион кутилмаларни (ноаникликларни) даврий маълумотлар базаси асосида эконометрик таҳлил қилиш ва прогнозлаштириш мақсадида ишлаб чиқилган ва фойдаланилган. Кейинчалик эса тадқиқотчи ва иқтисодчилар ушбу моделдан молия бозоридаги нархлар ўзгаришларининг даврий тебранишларини прогнозлаштиришда кенг фойдаланишган.

GARCH модели эса илк бор T.Bollerslev¹⁶³ ва S.Taylor¹⁶⁴ томонидан алоҳида-алоҳида муस्ताқил равишда тадқиқ қилинган бўлиб, муаллифлар ўз моделларини Engelнинг ARCH моделини бойитиш билан амалга оширишган. Хусусан, улар ўз моделларига даврий маълумотларнинг стационарлик шартлари, автокорреляция (тўлиқ ва қисман автокорреляция), юқори давомийлик (maximum likelihood) ҳамда бир қатор эконометрик тестлар асосида текширувлар ўтказилишини киритишни тақлиф қилиб, модель ўзгарувчиларининг натижадорлигини бойитишга ҳисса қўшишган.

D.Nelson¹⁶⁵ томонидан GARCH оиласига мансуб ҳисобланган EGARCH¹⁶⁶ модели ишлаб чиқилган бўлиб, унда ижобий ва салбий

ахборотлар таъсирида актив баҳосининг пасайиши (қайтиши) актив индексининг пасайишига нисбатан тезроқ юз бериш эҳтимолини асимметрик тарзда намён бўлишини баҳоловчи модель ҳисобланади. Бунда салбий ахборотларнинг ижобий ахборотларга нисбатан акция индекси даромадлигининг тебраниш даражасига тезроқ таъсир этиши асосланган ва бу «левереж эффекти» деб ном олган.

Кейинги GARCH оиласи моделларидан яна бири бу IGARCH¹⁶⁷ моделидир. Ушбу модель ўз моҳиятига кўра, стандарт ҳисобланган GARCH моделининг α (альфа) ва β (бетта) коэффициентлари йиғиндисини бирга тенг бўлиш эҳтимолини баҳолаш имкониятини яратади. Шунингдек, ушбу оилага мансуб бошқа кўплаб моделлар ҳам мажуд бўлиб, улар TGARCH¹⁶⁸, PARCH¹⁶⁹ MGARCH¹⁷⁰ каби моделлардир.

Ушбу моделлар, хусусан TGARCH модели ўз мазмун ва моҳиятига кўра, модель ўзгарувчиларининг стандарт оғиш даражаларини ижобий ёки салбий шоклар ёхуд инновациялар таъсирида тебраниш ҳолатларини баҳолашга, PARCH модели ўзгарувчилар лагнинг стандарт оғиш/четланиш даражаси билан абсолют инновациялар/шоклар даражасининг умумий стандарт оғиш даражасига нисбатан мос равишда ўзгаришини (дельта даражага) баҳолашга, MGARCH модели эса бир нечта вариантли кўринишдаги альфа ва бетта матрицалардан таркиб топган баҳолаш имкониятларини берувчи моделлар ҳисобланади.

Жаҳон молия бозорининг тобора ривожланиб бориши иқтисодчилар, олимлар ва тадқиқотчилар ўртасида молия бозори конъюктурасидаги активлар нархларининг, валюта курсининг ва бошқа омиллар таъсирининг тебраниш даражаларини ушбу активлар қийматида ёки умумий макроиктисодий вазиятга қанчалик таъсир этиши мумкинлиги борасидаги эконометрик таҳлилларни тобора чуқур амалга ошириш талабларини қўйди.

Айниқса, халқаро валюта тизимида рўй берган ўзгаришлардан кейин¹⁷¹ валюта курсларининг кескин тебранишларга юз тутиши оқибатида уларнинг макроиктисодий вазиятга, шу жумладан, пул-кредит тизими барқарорлигига таъсирини олдиндан аниқлаш, таҳлил қилиш ва прогнозлаштириш билан боғлиқ масалалар макроиктисодий таҳлилнинг ўта долзарб мавзуларидан бирига айланди.

ARCH ва GARCH оиласи модельларининг моҳиятида асосан энг кичик квадратлар (least squares) усули асосидаги ёндашув услуби ётади. Ушбу ҳолат амалий эконометриканинг ҳам жуда муҳим бўғини ҳисобланади. Бошқача

¹⁵⁹ Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (ARCH) - Авторегрессив Шартли Гетероскедастлилик.

¹⁶⁰ General Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (GARCH) - Умумий Авторегрессив Шартли Гетероскедастлилик.

¹⁶¹ Bollerslev T. Glossary to ARCH (GARCH). Duke University and NBER. 2007.

¹⁶² Engle R.F. 1982. "Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation". *Econometrica* 50 (4): 987 - 1008.

¹⁶³ Bollerslev T. Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity. *Journal of Econometrics* 31. 1986. pp. 307 - 327.

¹⁶⁴ Taylor S. Modeling Financial Time Series. New York: John Wiley & Sons. 1986.

¹⁶⁵ Nelson D. Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach. *Econometrica* 59 (2). 1991. pp. 347 - 370.

¹⁶⁶ Exponential General Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (EGARCH) - Экспоненциал Умумий Авторегрессив Шартли Гетероскедастлилик.

¹⁶⁷ Integrated General Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (IGARCH) - Интеграллашган Умумий Авторегрессив Шартли Гетероскедастлилик.

¹⁶⁸ Threshold General Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (TGARCH) - Шокли Умумий Авторегрессив Шартли Гетероскедастлилик.

¹⁶⁹ Power Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (PARCH) - Қувватли Умумий Авторегрессив Шартли Гетероскедастлилик.

¹⁷⁰ Multivariate General Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (MGARCH) - Кўп вариантли Умумий Авторегрессив Шартли Гетероскедастлилик.

¹⁷¹ Бреттон-Вудс тизимининг инқирозга юз тутиши, яъни қатъий валюта курси режимидан эркин валюта курси режимига ўтилиши (Ямайка Қелишувини 1976 йил).

айтганда, ушбу усул бир ўзгарувчининг (омилнинг, кўрсаткичининг) канчалик миқдорга ўзгариши бошқа бир ўзгарувчининг канча миқдорга ўзгаришига таъсир этишининг пиравард натижаси сифатида ифодаланади.

Тахлилчилар (эконометристлар) модель натижаларига эга бўлишда моделдаги хатоликларни (error terms) ҳам инобатга олган ҳолда ўз тахлилларини амалга оширишлари ва шундан келиб чиққан ҳолда уларни прогноз қилишлари лозимлиги таъкидланади. Эконометрик тахлиллардаги хатоликларни турли хил омиллар белгилаб беради. Бизнинг тахлилларимиздаги моделларда хатоликларни даврий маълумотларнинг тебраниш (volatility) даражалари ташкил этади.

Энг кичик квадратлар усулининг асосий моҳиятида барча хатоликларнинг кутилаётган қиймати (expected value) квадрат даражага олинганда ва ушбу қийматнинг тахлил қилинаётган даврда ўзгаришсиз қолиш эҳтимоли «гетероскедастлик» деб аталади. Айнан мана шундай гетероскедастлик ҳолати ARCH ва GARCH оиласи моделларининг асосий ёндашувини (focus) ташкил этади.

Тахлилчилар даврий маълумотлар базасидаги хатоликлар даражасининг бир-бирдан фарқ қилишини, бир-бирига мос келмаслигини ёки ушбу фарқ даражаси айрим ҳолатларда жуда катта ёки жуда кичик бўлиши эҳтимоллари гетероскедастлик ҳолатидаги (шартидаги) муаммолар сифатида қараб, модель ўзгарувчиларига нисбатан турли хил ёндашувларни ишлаб чиқишган.

Жумладан, R.Olowe¹⁷² Нигерия миллий валютаси ҳисобланган Наиранинг АКШ долларига нисбатан айирбошлаш курсини 1970 йилдан 2007 йилгача бўлган давр оралиғидаги ойлик тебранишлар (ўзгаришлар) динамикасида келиб чиққан ҳолда моделлаштиришга ҳаракат қилган. Тахлил натижаларига кўра, муаллиф Наира курсининг тебраниш ҳолатини самарали баҳолаш ва прогнозлаш имкониятини берадиган моделлар сифатида APARCH¹⁷³ ҳамда TSGARCH¹⁷⁴ моделлар эканлигини аниқлаган. Ушбу моделлар наиранинг АКШ долларига нисбатан айирбошлаш курси тебранишларини ассиметрик ва симметрик инновациялар таъсиридаги чизикли ҳамда квадрат ёғиш даражасида бўлиш эҳтимолигини ифодалаган.

A.Ngowani¹⁷⁵ Замбия миллий валютасининг АКШ долларига нисбатан айирбошлаш курси тебранишларини, S.Ullah ва бошқалар¹⁷⁶ эса Покистон руписининг АКШ долларига нисбатан айирбошлаш курси тебранишларини баҳолаш ва прогнозлашда энг мақбул модель сифатида GARCH моделини

тавсия қилишган. K.Arab¹⁷⁷ Судан поундининг АКШ долларига нисбатан кунлик айирбошлаш курси тебранишларини, E.Cağlayan ва бошқалар¹⁷⁸ эса Мексика песосининг АКШ долларига нисбатан айирбошлаш курси тебранишларини тахлил қилиб, уларга энг мос келадиган модель сифатида EGARCH моделини (леверезж эффекти бўйича) аниқлашган.

Юкорида қайд этилган ARCH ва GARCH оиласи моделларининг методологик хусусиятлари ҳақида тўхталадиган бўлсак, уларни қўллаш жараёнида қуйидагиларга алоҳида эътибор қаратиш лозим бўлади. Дастлаб, модель ўзгарувчилари кўрсаткичларининг (параметрларининг) стационарлигини текшириш лозим бўлади. Кўрсаткичларнинг стационарлик ҳолати махсус эконометрик ҳисоблаш дастури орқали (E-Views дастурида) Augmented Dickey-Fuller (Аргументли Дикки-Фуллер) тестининг илдиз ости (unit root) командасида текширилади. Шундан сўнг оддий энг кичик квадратлар усулида (Ordinary Least Squares) валюта курси тебранишларининг ташкил этувчилари (pattern) баҳоланади. Валюта курси тебранишларининг ташкил этувчилари авторегрессив (Autoregressive – AR), ўртача силжиш (Moving Average – MA) ёки уларнинг комбинациясидан ташкил топган авторегрессив ўртача силжиш (Autoregressive Moving Average – ARMA) ёхуд юкоридаги учта ҳолатни ўзида ифода этган интеграл авторегрессив ўртача силжиш (Autoregressive Integrated Moving Average – ARIMA) регрессивон модель хусусиятларини тавсифлаши мумкин.

Тадқиқот мақсадидан келиб чиққан ҳолда вадаврий маълумотлар автокорреляциясини назорат қилиш мақсадида AR ва MA регрессия комбинацияси орқали ўртача тенглама (mean equation) модификацияланади. Мисол учун, ARMA (1, 1) комбинацияси қуйидаги кўринишга эга бўлади:

$$Y_t = \sum_{i=1}^p a_i * Y_{t-i} + \epsilon_t + \sum_{i=1}^q \beta_i * \epsilon_{t-i} \quad (1.33)$$

Бу ерда: Y_t – даврий маълумотларни моделлаштириш жараёнини ифодаламоқда. a_i ва β_i – модель коэффициентлари. ϵ_t – ўртача тенглама модификацияси, яъни модель ўзгарувчиси. Ушбу ўзгарувчи ўздан олдинги даврдаги, яъни муайян t даврдаги кўрсаткич натижасига ҳамда унга таъсир этувчи ахборотларга боғлиқ равишда тебранади.

Модель кўрсаткичларининг стационарлиги ва энг кичик квадратлар усули бўйича тенгламалар модификацияси аниқлангандан сўнг, уларнинг автокорреляцияси (тўлик ва қисман) ва Q-статистик ҳолати коррелограмм бўйруғи асосида диагностика қилинади. Ушбу статистик диагностика ҳолати ўз ичига муайян даврий лагни, одатда уч йиллик (36 ой) лагни олиши билан тавсифланади.

Шундан сўнг модель кўрсаткичлари Лагранж мультипликациясига (Lagrange multiplier) асосланган ҳолда ARCH LM тестидан ўтказилади. Ушбу

¹⁷² Olowe R. Modeling Naira/Dollar exchange rate volatility: Application of GARCH and asymmetric models. International Journal of Business Research Papers. Vol. 5, No3, 2009, pp. 378-398.

¹⁷³ Asymmetric Power AutoRegressive Conditional Heteroskedasticity (APARCH) – Ассиметрик Кучга эга бўлган Авторегрессив Шартли Гетероскедастлик.

¹⁷⁴ Taylor-Schwert General AutoRegressive Conditional Heteroskedasticity (TSGARCH) – Тейлор-Шверт Умумий Авторегрессив Шартли Гетероскедастлик.

¹⁷⁵ Ngowan A. RMB Exchange Rate Volatility and its Impact on FDI in Emerging Market Economies: The Case of Zambia. International Journal of Business and Social Science. Vol. 3, No19, 2012, pp. 9-15.

¹⁷⁶ Ullah S., Haider S.Z., Azim P. Impact of Exchange Rate Volatility on Foreign Direct Investment: A Case Study of Pakistan. Pakistan Economic and Social Review. Vol. 50, No.2, 2012, pp. 121-138.

¹⁷⁷ Arabi M. Estimation of Exchange Rate Volatility via GARCH Model Case Study Sudan (1978 - 2009). International Journal of Economics and Finance. Vol. 4, No11, 2012, pp. 183-192.

¹⁷⁸ Cağlayan E., Un T., Dayıoğlu T. Modeling Exchange Rate Volatility in MIST Countries. International Journal of Business and Social Science. Vol. 4, No12, 2013, pp. 47-59.

тест ARCH эффекти¹⁷⁹ деб номланади. Агар ARCH эффекти сезиларли даражада бўлса, у ҳолда бир нечта ARCH оиласи моделлари тестдан ўтказилади ва улар киёсий солиштирилади. Тест натижаларига кўра, тегишли моделлар танлаб олинади. Мисол учун, GARCH (1, 1) шартли дисперсия тенгламаси куйидаги кўринишга эга бўлади:

$$\sigma_t^2 = \omega + \alpha * \varepsilon_{t-1}^2 + \beta * \sigma_{t-1}^2 \quad (1.34)$$

Бу ерда: ω – константа; ε_{t-1}^2 – ARCH модулидаги ўртача тенгламали ўзгарувчининг даражага кўтарилган ва ахборотлар таъсирида ўзидан олдинги биринчи даврга (1-лаг) нисбатан олинган ўзгаришни ифодалайди; σ_{t-1}^2 – GARCH модулидаги ўртача тенгламали ўзгарувчининг даражага кўтарилган ва ахборотлар таъсирида ўзидан олдинги биринчи даврга нисбатан олинган ўзгаришни (дисперсияни) ифодалайди.

ARCH (1) шартли дисперсия тенгламасида GARCH модули иштирок этмайди. ARCH (1) модулининг тенгламаси куйидаги кўринишга эга:

$$\sigma_t^2 = \omega + \alpha * \varepsilon_{t-1}^2 \quad (1.35)$$

Бу ерда: ω – константа; ε_{t-1}^2 – ARCH модулидаги ўртача тенгламали ўзгарувчининг даражага кўтарилган ва ахборотлар таъсирида ўзидан олдинги биринчи даврга (1-лаг) нисбатан олинган ўзгаришни ифодалайди.

Engel ушбу моделнинг ўзига хос хусусиятини молиявий бозордаги активлар баҳосининг тебранишларини таҳлил қилиш билан баҳолаб, уларнинг юқори даражада тебраниши қатта ўзгаришларни, паст даражада тебраниши кичик ўзгаришларни юзага келтириб чиқаришига ҳулоса қилган. Бошқача айтганда, баҳоларнинг пасайиши юқори тебранишларга, баҳоларнинг ошиши паст тебранишларга сабаб бўлиши юқори тебранишларга, баҳоларнинг ошиши ахборот таъсири дея ифодаланган.

L.Glosten, R.Jagannathan ва D.Runkle¹⁸⁰, шунингдек J.Zakoian¹⁸¹ томонидан ушбу асимметрик ахборот таъсири TARARCH модели орқали тестдан ўтказилган. TARARCH моделининг тенгламаси куйидаги кўринишга эга:

$$\sigma_t^2 = \omega + \alpha * \varepsilon_{t-1}^2 + \gamma * \varepsilon_{t-1}^2 * d_{t-1} + \beta * \sigma_{t-1}^2 \quad (1.36)$$

Бу ерда: γ – қатта шок таъсиридаги ўзгаришлар (threshold term).

Ушбу модель қутилмаган ўзгаришлар таъсирида валюта курси тебранишларини ифодаловчи ε_t га валюта курсининг шартли фаркланишлари (conditional variance) турлича таъсир этиши мумкинлиги фаразига асосланади. Моделда ижобий ахборотларнинг таъсири $\varepsilon_t < 0$ эканлигини ифодалайди ва ага ўз таъсири намоеъ қилади, салбий ахборотлар эса ага ўз таъсири намоеъ қилади. Агар $\gamma > 0$ бўлса, у ҳолда $\varepsilon_t < 0$ ҳамда $\alpha + \gamma$ га ўз таъсири намоеъ қилади. Агар $\gamma > 0$ бўлса, у ҳолда салбий ахборотлар валюта курси тебранишларини (волатильность) оширади ва бу левереж эффектни ҳосил қилади. Агар $\gamma \neq 0$ бўлмаса, у ҳолда

¹⁷⁹ ARCH эффекти дейилганда модел даврий маълумотлари ўртасида автокорреляциянинг мавжуд ёки мавжуд эмаслигини ифодалайди. Унинг эҳтимолӣ киймати (p-value) 0.05 коэффициентдан юқори бўлиши ARCH эффектнинг мавжуд эмаслигини ифодалайди.
¹⁸⁰ Glosten L., Jagannathan R., Runkle D. 1993. On the relationship between the Expected Value and the Volatility of the Nominal Excess Return on Stocks // *Journal of Finance* 48: 1779 – 1802.
¹⁸¹ Zakoian J.M. 1994. Threshold Heteroskedastic Models // *Journal of Economic Dynamics and control*. 18: 931 – 944.

ахборотларнинг валюта курси тебранишларига таъсири асимметрик бўлади. Ушбу асимметрик тебранишлар ҳолатини иқтисодчи олимлар Higgs and Worthingtonлар ўз тадқиқотларида аниқлашган ва қуйидаги ҳулосаларга келишган: тебранишларнинг юқорига қараб ҳаракатланиши ижобий ахборотлар таъсирида юз бераса, унинг пастга қараб ҳаракатланиши салбий ахборотлар натижасидир.

Nelson томонидан таклиф этилган EGARCH моделида шартли дисперсия (conditional variance) куйидаги логорифмик тенглама кўринишда ифодаланган:

$$\log(\sigma_t^2) = \omega + \sum_{i=1}^p \alpha_i * (\varepsilon_{t-1} / \sigma_{t-1}) + \sum_{j=1}^q \beta_j * \log(\sigma_{t-1}^2) + \sum_{k=1}^r \gamma_k * (\varepsilon_{t-k} / \sigma_{t-k}) \quad (1.37)$$

Тенгламанинг чап томони шартли дисперсиянинг логорифми бўлиб, унда ҳар қандай левереж эффекти экспоненциал ҳисобланади ҳамда ушбу шартли дисперсияни прогнозлаш салбий натижага олиб келмаслик қафолатини намоеъ қилади. Модель интерпретацияси куйидагича: Агар $\gamma_k \neq 0$ бўлмаса, у ҳолда таъсир самара асимметрик аҳамият касб этади ва левереж эффектни намоеъ этади. Экспоненциал кўринишдаги EGARCH модули TARARCH модулига нисбатан қутилмаган шокларга жуда таъсирчандир.

Power-ARCH (PARARCH) моделининг хусусиятлари Ding ва бошқалар томонидан тадқиқ этилган бўлиб, муаллифлар моделдаги хатоликлар трансформациясини умумлаштирувчи тавсифларни баҳолашга муваффақ бўлишган. PARARCH моделининг тавсифини куйидаги тенгламадан кўриш мумкин:

$$\log(\sigma_t^2) = \omega + \sum_{j=1}^q \beta_j * \sigma_{t-j}^2 + \sum_{i=1}^p \alpha_i * (|\varepsilon_{t-1}| - \gamma_i - \varepsilon_{t-1})^\delta \quad (1.38)$$

Моделдаги δ куч таъсири айнан ҳосил қилинган таъсир эмас, балки қутиладиган таъсир сифатида қаралади. Шок таъсирини ифодаловчи γ параметрининг моделга киритилиши асимметрияни аниқлаштиради. Bollerslev ушбу модель асосидаги тадқиқотида $\delta=2$ ва $\gamma=0$ га тенг деб баҳолаган бўлса, Taylor $\delta=1$ ва $\gamma=0$ га тенг деб баҳолаган. Кўпгина адабиётлар таҳлили шуни кўрсатадики, дельта куч боғлиқ ўзгарувчи бўлиб, акциялар билан боғлиқ маълумотлар базасида унинг киймати бирга яқин натижани кўрсатса, валюталар билан боғлиқ маълумотлар базасида унинг киймати бирдан вақилгача бўлган натижани ифодалайди. Энг мақбул моделни танлашда Акаик (Akaike information criterion (AIC)) ҳамда Шварц (Schwarz Criterion (SC)) ахборотлар мезонлари ўзаро қиёсланади ва шу асосда танлаб олинади.

Юқоридаги методологик ёндашувларга мувофиқ миллий валюта Сўмнинг АҚШ доллари ҳамда Еврога нисбатан Марказий банкнинг расмий ҳафталик номинал алмашув курси тебранишларининг 2000 йил 1 январдан 2018 йил 17 июлгача бўлган даврини ARCH ва GARCH оиласи моделлари асосида таҳлил қилиб чиқамиз.

Методологияга асосан, дастлаб, модель кўрсаткичларининг таъсирий статистикасини шакллантирамиз. Қуйидаги 4.1-жадвалда логорифм асосда олинган модель кўрсаткичларининг, яъни Сўмнинг АҚШ доллари ва Еврога нисбатан ҳафталик номинал айирбошлаш курсининг таъсирий статистикаси

келтирилган. Бунда валюталарнинг ҳафталик курси ўзидан олдинги ҳафтага нисбатан (1st difference) аниқланган фарқдан келиб чиққан ҳолда шакллантирилган. Буни қуйидаги тенглама орқали тасвирлаш мумкин:

$$r_t = \log\left(\frac{x_t}{x_{t-1}}\right) = \log(x_t) - \log(x_{t-1}) \quad (1.39)$$

Бу ерда: r_t - валюта курсининг фарқи (қайтиши); x_t - сўмнинг чет эл валютасига нисбатан t даврдаги курси; x_{t-1} - сўмнинг чет эл валютасига нисбатан ўтган даврдаги ($t-1$) курси.

Жадвал маълумотларидан кўришиб турибдики, модель ўзгарувчиларининг логорифм остидаги резидуаллари нормал тақсимотга эга эмас. Буни skewness (usd/uzs -0.42; eur/uzs -0.82), kurtosis (usd/uzs 4.34; eur/uzs 4.24) ва Jarque-Bera (usd/uzs 102; eur/uzs 172) кўрсаткичлари тасдиқлаб турибди.

4.1-жадвал

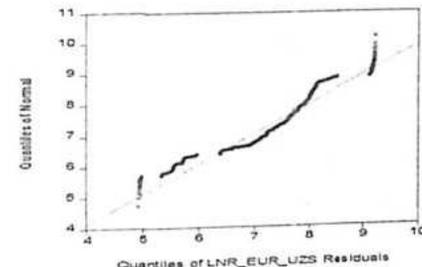
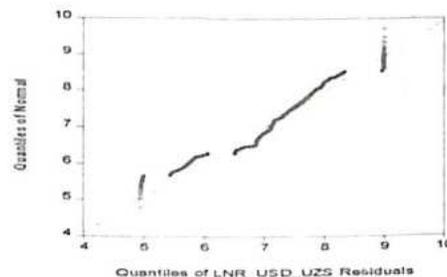
ARCH модели ўзгарувчилари резидуалларининг тасвирий статистикаси

	LnR_USD/UZS	LnR_EUR/UZS
Ўртача қиймат (Mean)	7.254696	7.441286
Ўртадаги қиймат (Median)	7.266827	7.619366
Максимал қиймат (Maximum)	9.010465	9.229834
Минимал қиймат (Minimum)	4.944923	4.923624
Стандарт четланиш (Standart Deviation)	0.749743	0.828872
Оғиш (Skewness)	-0.423175	-0.822905
Куртосис (Kurtosis)	4.345699	4.246057
Жаркю-Бера (Jarque-Bera)	102.0363	172.0518
Эхтимолик (Probability)	0.000000	0.000000
Йиғинди (Sum)	7029.800	7210.606
Квадрат четланиш йиғиндис (SumSquaredDeviation)	544.1270	665.0436
Кузатувлар (Observations)	969	969

Манба: E-views дастури асосида муаллиф ҳисоб-китоби.

Шунингдек, резидуалларнинг стандарт четланиш даражалари ҳам юқори коэффицентларни ташкил этмоқда. Хусусан, АҚШ доллари ва Сўм жуфтлигининг стандарт четланиш даражаси 0.74 коэффицентни, Евро ва Сўм жуфтлиги бўйича эса 0.82 коэффицентни ташкил этмоқда. Максимал равишда 9.01 ва 9.22 коэффицентларини ташкил этади. Ушбу ҳолат катта тебранишдан дарак беради. Ҳар икки валюта «йўғон дум» (fat tails) шаклига эгадир, чунки куртосис кўрсаткичи 3.0 коэффицентидан юқори.

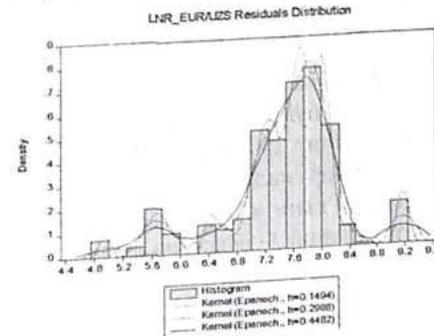
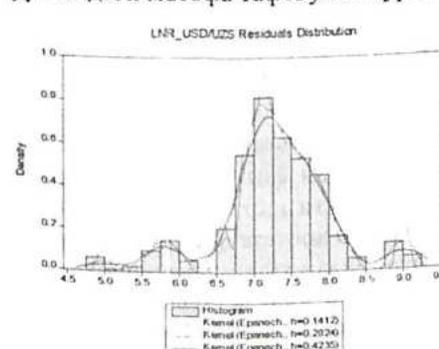
Юқорида билдирилган фикр-мулоҳазаларимизни Квинтиль ва Кернель тақсимотлари бўйича текшириб кўрамиз (4.1 ва 4.2-расмлар). Мазкур расм маълумотларидан кўришиб турибдики, модель резидуаллари Квинтиль ва Кернель тақсимоти бўйича ҳам нотекис тақсимланган. Хусусан, резидуалларнинг квинтиль-квинтиль тақсимотида бир мунча нормал тақсимот 7-8 фозизлик квинтиль даражасига тўғри келмоқда, яъни ушбу квинтеллар оралиғида жойлашган резидуаллар қизил вектор чизиғи устида тебранган.



Манба: E-views дастури асосида муаллиф томонидан тузилди.

4.1-расм. Модель резидуалларининг квинтиль-квинтиль (q-q) оралиғидаги стандарт тақсимоти

Кернель тақсимоти маълумотларига эътибор қаратадиган бўлсак, қора чизик тақсимоти ($h=0.44$) энг мақбул тақсимот сифатида қаралади, чунки унинг коэффицентни энг катта коэффицент сифатида қаралмоқда (1 коэф.га энг яқин бўлган коэф. нормал тақсимот ҳисобланади). Қизил ва яшил чизиклар қора чизикка нисбатан юқорида жойлашганлиги учун улар ўртасидаги масофа тафовутни кўрсатиб беради.



Манба: E-views дастури асосида муаллиф томонидан тузилди.

4.2-расм. Модель резидуалларининг Kernel тақсимоти

Резидуалларнинг нормал тақсимотга эга эмаслигининг асосий омиллари сифатида таҳлил қилинаётган даврларда узлуксиз ва кескин девальвация жараёнларининг амалга оширилганлиги, 2003 йил октябр ойида жорий операциялар бўйича эркин конвертациянинг очилиши, 2008-2009 йиллардаги глобал молиявий инқироз таъсирлари, 2015-2016 йилларда асосий савдо ҳамкор мамлакатлардан ҳисобланган Россия ва Қозоғистон давлатлари миллий валюталарининг ҳамда 2017 йил сентябр ойида миллий валютаимиз сўмнинг кескин девальвацияланиши каби омилларни киритиш мумкин.

¹⁸² Kernel тақсимоти - тасодифий ўзгарувчининг эхтимоли зичлик функциясининг параметрик бўлмаган инфодасидир.

Маълумотларнинг стационарлигини текшириш мақсадида ADF (Augmented Dickey-Fuller) ҳамда PP (Phillips-Perron) тестларини ўтказдик (тест натижалари билан тўлиқ танишиш учун 12-13-иловаларга қаранг). Ушбу тест натижаларининг қисқартирилган хулосалари қуйидаги 4.2 ва 4.3-жадвал маълумотларида келтирилган. Ушбу 4.2-жадвал маълумотларидан кўришиб турибдики, ҳар иккала валюта жуфтлиги бўйича ҳам тест натижаларининг даража ва кесинма ёндашувидаги даврий маълумотлар стационар эмас, яъни уларнинг t-statistic қиймати киритик қийматдан кичик.

4.2-жадвал

Модель резидуаллари бўйича Augmented Dickey-Fuller (ADF) тест натижалари

	АҚШ доллари/Сўм (USD/UZS)			Евро/Сўм (EUR/UZS)		
	Кесинма (Intercept)	Тренд (Trend)	Трендсиз (No trend)	Кесинма (Intercept)	Тренд (Trend)	Трендсиз (No trend)
Даража (Level) t-statistics value	-2.382792	-3.434131	4.161888	-2.538605	-3.223854	3.602608
1-даражали фарк (1 st difference) t-statistics value	-30.66801	-30.69314	-30.08631	-32.96138	-33.00393	-32.44138

Манба: E-views дастури асосида муаллиф ҳисоб-киتابи.
Изоҳ: Ушбу тест натижаларини аниқлашда Акаик мезонидан (Akaike Information Criterion (AIC) фойдаланилди. ADF тест натижаларининг киритик қийматлари: АҚШ доллари/Сўм курси бўйича ўзгармас (constant) ва тренд шартларида -3.96 (1%да), -3.41 (5%да), -3.12 (10%да). Евро/Сўм курси бўйича ўзгармас (constant) шартларида -3.43(1%да), -2.86 (5%да), -2.56 (10%да).

Даража ва тренд ёндашуви бўйича эса t-statistic қийматлар ҳар иккала валюталар бўйича стационар бўлиб, уларнинг қийматлари киритик қийматларнинг 1%, 5% ва 10%ли даражаларига яқин ёки улар бир-бирдан сезиларли даражада фарк қилмайди. Бу эса илдиз ости тест таъсиридаги ноль гипотезани, яъни «H0: ARCH эффекти йўқ» деган гипотезани инкор этади ва кўрсаткичларни 1-даражали фарк (1st difference) билан кўшимча текширишни талаб қилмайди. Аммо шундай бўлсада, юқоридаги жадвал маълумотларида модель параметрларининг 1-даражали фарқи натижаларини келтириб ўтишни мақсадга мувофиқ деб топдик (4.3-жадвал).

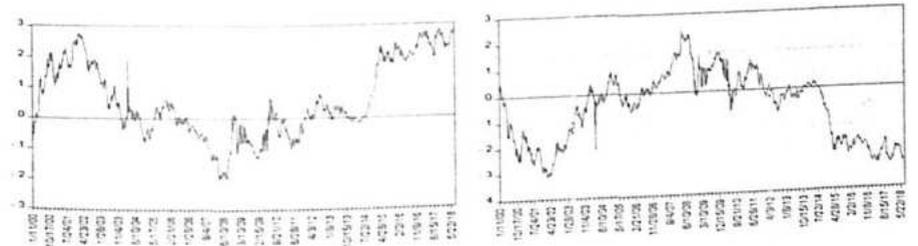
4.3-жадвал

Модель резидуаллари бўйича Phillips-Perron (PP) тест натижалари

	АҚШ доллари/Сўм (USD/UZS)			Евро/Сўм (EUR/UZS)		
	Кесинма (Intercept)	Тренд (Trend)	Трендсиз (No trend)	Кесинма (Intercept)	Тренд (Trend)	Трендсиз (No trend)
Даража (Level) t-statistics value	-2.361027	-3.428394	3.979081	-2.604851	-3.235169	3.680628
1-даражали фарк (1 st difference) t-statistics value	-30.68324	-30.70531	-30.36828	-32.91919	-32.97103	-32.49609

Манба: E-views дастури асосида муаллиф ҳисоб-киتابи.
Изоҳ: Ушбу тест натижаларини аниқлашда Bartlett Kernel спектрал баҳолаш методи ҳамда Newey-West Bandwidth танлов мезонидан фойдаланилди. ADF тест натижаларининг киритик қийматлари: АҚШ доллари/Сўм ва Евро/Сўм курслари бўйича трендсиз шартларида -2.56 (1%да), -1.94 (5%да), -1.61 (10%да). Трендли шартларида эса -3.96 (1%да), -3.41 (5%да), -3.12 (10%да).

Қуйидаги 4.3-рasm маълумотларидан ҳам модель резидуалларининг стационар эмаслигини яққол кўриш мумкин.



Манба: E-views дастури асосида муаллиф ҳисоб-киتابи.

4.3-рasm. Модель резидуалларининг тебраниш даражаси

Мазкур рasm маълумотларидан кўришиб турибдики, ҳар иккала валюта резидуаллари узок вақт оралиғида (long periods) паст тебранишларга (volatile) ҳамда узок вақт оралиғида юқори тебранишларга эгадир. Резидуаллар билан бундай ҳолатнинг кузатилиши биз танлаган ARCH/GARCH оиласи моделларидан фойдаланиш учун барча асослар мавжудлигини кўрсатади.

Модель резидуаллари ўртасидаги ARCH эффектнинг мавжуд ёки мавжуд эмаслигини резидуаллар ўртасидаги автокорреляция жараёларидан ҳам кўриш мумкин (14 ва 14а-иловаларга қаранг).

14-иловадаги жадвал маълумотларидан кўришиб турибдики, ҳар иккала валюта жуфтлиги бўйича резидуалларнинг автокорреляция коэффиценти 15 та даврий лаг давомида доимий пасайиш тенденциясига эгадир. Хусусан, АҚШ доллари ва Сўм жуфтлигининг резидуалли 0.992 коэффицентдан 0.870 коэффицентгача, Евро ва Сўм жуфтлигининг резидуали эса 0.992 коэффицентдан 0.881 коэффицентгача пасайган. Ушбу пасайиш катта бўлмасада, аммо статистик жиҳатдан аҳамиятлидир. Шунингдек, ушбу пасайиш мусбат (позитив) тенденцияни ҳосил қилиб, уларнинг эҳтимоллик кийматларини (p-value) ҳам ноль коэффицентда ифодалаб турибди. Бу эса ўз навбатида, резидуаллар ўртасида автокорреляция йўқ (ARCH эффект йўқ) деган гипотезани инкор этади. Демак, логорифм остидаги биринчи даражали фарк (1st difference) бўйича кўриб чиқилган ушбу резидуаллар ўртасида ARCH эффект мавжуд (ARCH Presence).

Мазкур ARCH эффект таъсирини йўқотиш учун резидуалларни иккинчи даражали фарк (2nd difference) бўйича таҳлил қиламиз. Бу билан биз иккинчи гипотезани, яъни «H1: ARCH эффект мавжуд эмас (no ARCH Effect)» деган гипотезани асослашга ҳаракат қиламиз. Ушбу ёндашувдан келиб чиққан ҳолда модель резидуалларининг даражага (квадратга) олинган автокорреляциясини махсус эконометрик дастур ёрдамида таҳлил қиламиз (15-иловага қаранг).

15-иловадаги жадвал маълумотларидан кўришиб турибдики, хар иккала валюта бўйича эхтимолли кийматлар (p-value) 5%дан юкори, демак даражага олинган стандарт резидуаллар ўртасида автокорреляция ва ARCH эффект мавжуд эмас. Демак, ушбу H1 гипотеза ўз тасдиғига эга.

Юкорида кайд этилган H0 ва H1 гипотеза резидуаллари ўртасидаги ARCH эффектнинг мавжуд ёки мавжуд эмаслигини гетероскедастлилик (heteroskedasticity) тести орқали ҳам текшириб кўриш мумкин (16-иловага каранг). Ушбу тест натижалари куйидаги 4.4-жадвал маълумотларида акс эттирилган.

4.4-жадвал

ARCH эффектни аниқлаш учун гетероскедастлилик тест натижалари (Heteroskedasticity Test: ARCH Effect)

	АҚШ доллари/Сўм	Евро/Сўм
F статистика (F-statistic)	0.169275	0.228478
R квадрат (Obs*R-squared)	0.850926	1.148177
F эхтимоллик киймати Prob. F (5,958)	0.9739	0.9502
Chi квадрат эхтимоллик киймати Prob. Chi-Square (5)	0.9737	0.9498

Манба: E-views дастури асосида муаллиф ҳисоб-китоби.

Мазкур жадвал маълумотларидан кўришиб турибдики, резидуалларнинг эхтимоллик киймати (p-value) 5%дан юкори, демак ARCH эффекти мавжуд эмас. Бу эса ўз навбатида, танланган моделнинг яхши эканлигидан далолат беради. Юкоридаги тахлиллардан келиб чиққан ҳолда хар иккала валюта жуфтлиги бўйича ARCH ва GARCH оиласи модельларининг нормал ва t-студент тақсимотлари бўйича киёсий тахлилларини келтирамиз (17-иловага каранг) ва улардан кайси бири бизнинг тахлилимиз натижасини яқкол ифодалашини аниқлаймиз (18-21-иловаларга каранг).

18-иловадаги жадвал маълумотларидан кўришиб турибдики, АҚШ доллари ва Сўм валюта жуфтлиги курсининг тебраниш даражасини энг макбул даражада баҳолай оладиган модель бу EGARCH (1, 1) моделидир. Унинг альфа ва бетта коэффициентлари йиғиндиси бирга энг яқин бўлган кўрсаткичдир. Бунинг тасдиғини Акаик (AIC), Шварц (SC) ва Ханнан-Куин (HQ) мезонлари кўрсаткичлари яқкол тасдиқлаб турибди. Энг паст кўрсаткич ушбу мезонлар орқали ифодаланган, яъни улар мос равишда -2.49 (AIC мезони), -2.46 (SC мезони) ва 2.47 (HQ мезони) коэффициентларни ташкил этади. Шунингдек, тахлил қилинаётган резидуаллар натижаси PARCH (1, 1) моделини ҳам яхши модель сифатида кўрсатмоқда.

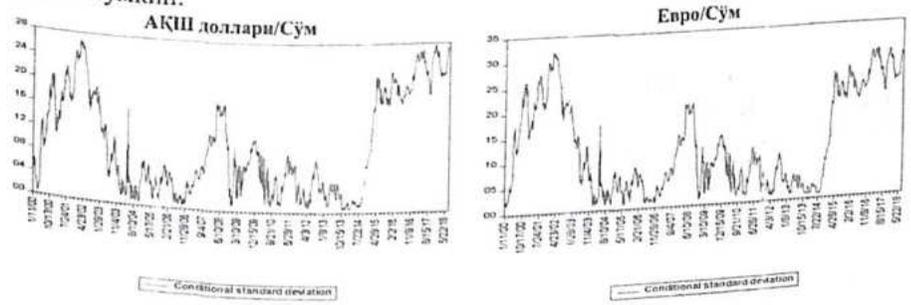
Киёсланаётган ушбу моделлар орасида ахборот мезонлари бўйича энг паст кўрсаткич GARCH (1, 1) моделига тўғри келсада, аммо унинг альфа ва бетта коэффициентлари йиғиндиси бир коэффициентидан юкоридир. Модель кўрсаткичининг ушбу коэффициентдан юкори бўлиши резидуалларнинг стационар эмаслигини кўрсатади. Худди шундай хулосани IGARCH (1, 1) модели бўйича ҳам билдириш мумкин.

19-иловадаги жадвал маълумотлари Евро ва Сўм валюта жуфтлигининг курс тебраниш даражасини баҳолайдиган энг оптимал модель сифатида PARCH (1, 1) моделини кўрсатмоқда. Аканк, Шварц ва Ханнан-Куин ахборот мезонларининг кўрсаткичлари мос равишда -2.24, -2.21 ва -2.23 коэффициентни ташкил этади. Ушбу кўрсаткичлар бошқа модель кўрсаткичларига киёслаганда энг кичик кўрсаткичларни ташкил этади. Шу билан бирга тахлил қилинаётган валюта жуфтлигининг тебраниш даражасини EGARCH (1, 1) модели орқали ҳам баҳолаш мумкин. Унинг кўрсаткичлари ҳам бошқа модель кўрсаткичларига нисбатан анча барқарор.

20-иловадаги жадвал маълумотларидан кўришиб турибдики, t-student тақсимоти бўйича АҚШ доллари ва Сўм валюта жуфтлигининг тебраниш даражасини баҳолайдиган энг оптимал модель PARCH (1, 1) модели эканлигини кўрсатмоқда. Ахборот мезонларининг (Акаик, Шварц ва Ханнан-Куин) энг кичик кўрсаткичлари ушбу моделда акс этган. Ушбу валюта жуфтлигининг тебраниш даражаси нормал тақсимот бўйича тахлил қилинганда оптимал модель сифатида EGARCH (1, 1) модели аниқланганди. Шу билан бирга PARCH (1, 1) модели ҳам муқобил модель сифатида кўриб чиқилган. Умумий хулоса сифатида шуни айтиш мумкинки, АҚШ доллари ва Сўм валюта жуфтлиги курсининг тебраниш даражаси хар иккала тақсимот усули бўйича ҳам EGARCH (1, 1) ва PARCH (1, 1) моделларини оптимал моделлар сифатида баҳолаган.

21-иловадаги маълумотлар t-студент тақсимоти бўйича Евро ва Сўм валюта жуфтлиги курсининг тебраниш даражасини энг оптимал баҳоловчи модель сифатида EGARCH (1, 1) моделини кўрсатмоқда. Нормал тақсимот усулида ушбу валюта жуфтлигининг тебраниш даражасини PARCH (1, 1) модели энг оптимал модель сифатида баҳолаган эди. Шу билан бирга ушбу нормал тақсимотда EGARCH (1, 1) модели ҳам иккинчи муқобил модель сифатида қараб чиқилган.

Тахлил қилинаётган валюта жуфтликлари резидуалларининг тебраниш даражаларини (волатильность) куйидаги 4.4-расм маълумотларидан ҳам кўриш мумкин.



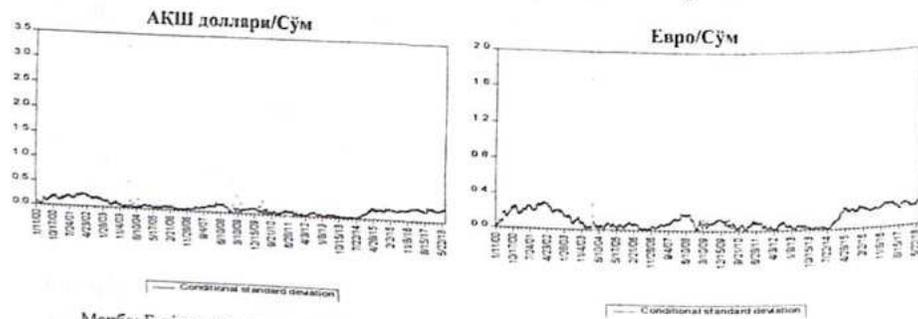
Манба: E-views дастури асосида муаллиф ҳисоб-китоби.

4.4-расм. PARCH модели бўйича валюта курси резидуалларининг шартли стандарт четланиш траекторияси

Мазкур расм маълумотларидан кўриниб турибдики, АҚШ доллари ва Сўм валюта жуфтлиги резидуалининг PARCH (1, 1) модели бўйича шартли стандарт четланиш даражаси тахлил қилинаётган даврда кескин тебранишларга эга. Хусусан, ушбу тебраниш даражаси 0.06 коэффицентдан 0.28 коэффицентгача бўлган диапазонни ташкил этади. Евро ва Сўм валюта жуфтлиги резидуалининг шартли стандарт четланиш даражаси эса 0.02 коэффицентдан 0.30 коэффицентгачани ташкил этади.

Ушбу валюта жуфтликлари ҳафталик курсларининг тебранишига бир канча омилар таъсир этган. Жумладан, 2000 йил май ойининг биринчи ҳафтасида миллий валютанинг 54.6 фоизга кескин девальвация қилиниши, 2001 йил ноябр ойининг биринчи ҳафтасида яна 56.9 фоизга девальвация қилиниши, 2016-2017 йилларда (сентябр ойигача) ушбу узлуксиз девальвация жараёнларининг тезлашиши (ҳафтасига 50 сўмгача), 2017 йил 5 сентябрдан эса миллий валютанинг 2.5 бараварга (2016 йил охирига нисбатан) кескин девальвацияланиши билан изоҳланади. Бундай ҳолатларни иктисодий адабиётларда инновация ва шоклар таъсиридаги жараёнлар, деб ҳам юритилади.

Валюта жуфтликлари резидуалларининг EGARCH модели бўйича шартли стандарт четланиш траекторияси 4.5-расмда келтирилган.



Манба: E-views дастури асосида муаллиф ҳисоб-китоби.
4.5-расм. EGARCH модели бўйича валюта курси резидуалларининг шартли стандарт четланиш траекторияси

Ушбу модель бўйича ҳам тахлил қилинаётган валюта жуфтликларининг натижалари PARCH моделлари натижалари билан деярли фарқ қилмайди. Шу ўринда шуни таъкидлаш жойизки, таққосланаётган моделларда Евро ва Сўм валюта жуфтлиги резидуалининг тебраниш траекторияси АҚШ доллари ва Сўм валюта жуфтлиги резидуалининг тебраниш траекторияси билан бир хил, яъни синхрон тарзда тебранишининг асосий сабаби валюта жуфтлиги курсининг шаклланишидан келиб чиққан ҳолда юз бериши билан изоҳланади. Бошқача айтганда, Евро ва Сўм валюта жуфтлигининг курси бевосита унга таъсир қилувчи инновация ёки шоклар таъсирида эмас, балки АҚШ доллари ва Сўм валюта жуфтлиги курсига таъсир кўрсатадиган инновация ва шоклар

таъсирида шаклланган. Фикримизча, бундай ҳолат Евро ва Сўм валюта жуфтлиги курсининг шаклланиш ва тебраниш даражаларини ҳаққоний тасвирламайди. Ушбу валюта жуфтлиги курсларининг шалланиш ва тебраниш даражаси унга бўлган реал талаб ва тақлифдан келиб чиққан ҳолда амалга оширилиши мақсадга мувофиқдир.

Амалга оширилган тахлил натижаларидан келиб чиққан ҳолда валюталар жуфтлигининг курс тебранишларини қисқа муддатли (бир йиллик) истикболда статистик ва динамик прогноз методлари бўйича прогноз қилишга ҳаракат қиламиз (22-25-иловаларга қаранг). Бунинг учун эса валюталар жуфтлигининг тегишли моделдаги муайян прогноз даври ўтган даврнинг мос даврига нисбатан олиниб аниқланади. Мазкур прогноз методлари бўйича олинган натижалардаги бир қатор кўрсаткичлар, хусусан илдиз ости ўртача квадрат хатолик (Root Mean Squared Error - RMSE), ўртача абсолют хатолик (Mean Absolute Error - MAE), ўртача абсолют фоиз хатолик (Mean Absolute Percent Error - MAPE) ҳамда Тэйл тенгсизлиги (Theil Inequality Coefficient - TIS) коэффицентлари ўзаро таққосланади. 23-иловадаги EGARCH (1, 1) ва PARCH (1, 1) моделларининг t-студент тақсимоти бўйича келтирилган статистик прогноз кўрсаткичларида АҚШ доллари ва Сўм валюта жуфтлиги курсининг тебраниш даражаси кейинги бир йиллик даврда (2018 йил июлдан – 2019 июлгача) EGARCH (1, 1) модели бўйича ўртача 8140 сўмдан 8690 сўмгача тебраниши баҳоламоқда. Унинг куйи чегарсининг тебраниш даражаси 7750 сўмдан 8170 сўмгача, юқори чегараси эса 8530 сўмдан 9200 сўмгача бўлиши баҳоламоқда. Ушбу натижаларни PARCH (1, 1) модели бўйича баҳолаганимизда эса улар мос равишда 8140 сўмдан 8690 сўмгача (ҳар иккала модель бўйича бир хил натижа), 7730 сўмдан 8120 сўмгача ҳамда 8550 сўмдан 9260 сўмгача бўлиш эҳтимолини кўрсатмоқда.

Куйидаги 4.5 ва 4.6-жадвалларда юқоридаги кўрсаткичларнинг тегишли валюта жуфтликлари бўйича статистик прогноз натижалари EGARCH ва PARCH моделлари мисолида келтирилган. Хусусан, АҚШ доллари ва Сўм валюта жуфтликларининг курс тебранишлари ҳар иккала моделнинг t-студент тақсимоти бўйича мақбул эканлигини кўрсатмоқда. Буни RMSE, MAE, MAPE ва TIS коэффицентларининг t-студент тақсимоти бўйича пайсайганлигида кўриш мумкин.

4.5-жадвал

Статистик прогноз методи бўйича АҚШ доллари ва Сўм валюта жуфтлиги курси тебранишининг эконометрик тахлил натижалари

	EGARCH (1, 1) модели бўйича		PARCH (1, 1) модели бўйича	
	Нормал тақсимот бўйича	t-студент тақсимоти бўйича	Нормал тақсимот бўйича	t-студент тақсимоти бўйича
RMSE	0.259686	0.259599	0.256352	0.255143
MAE	0.258703	0.258615	0.255371	0.254156
MAPE	2.883333	2.882356	2.846250	2.832694
TIS	0.014689	0.014684	0.014497	0.014428

Манба: E-views дастури асосида муаллиф ҳисоб-китоби. Изоҳ: RMSE (Root Mean Squared Error) - илдиз ости ўртача квадрат хатолик; MAE (Mean Absolute Error) - ўртача абсолют хатолик; MAPE (Mean Absolute Percent Error) - ўртача абсолют фоиз хатолик; TIS (Theil Inequality Coefficient) - Тэйл тенгсизлиги коэффиценти.

Куйидаги 4.6-жадвалда Евро ва Сўм валюта жуфтлиги курси тебранишининг нормал ва t-студент тақсимотлари бўйича статистик прогноз кўрсаткичлари келтирилган.

4.6-жадвал

Статистик прогноз бўйича Евро ва Сўм валюта жуфтлиги курси тебранишининг эконометрик таҳлил натижалари

	EGARCH (1, 1) модели бўйича		PARCH (1, 1) модели бўйича	
	Нормал тақсимот бўйича	t-студент тақсимоти бўйича	Нормал тақсимот бўйича	t-студент тақсимоти бўйича
RMSE	0.260623	0.250204	0.262242	0.285340
MAE	0.259694	0.249074	0.261125	0.284228
MAPE	2.830454	2.722252	2.853817	3.106031
TIS	0.014001	0.013489	0.014129	0.015355

Маъба: E-views дастури асосида муаллиф ҳисоб-китоби. Изоҳ: RMSE (Root Mean Squared Error) - илдиш ости ўртача квадрат хатолик; MAE (Mean Absolute Error) - ўртача абсолют хатолик; MAPE (Mean Absolute Percent Error) - ўртача абсолют фоиз хатолик; TIS (Theil Inequality Coefficient) - Тейл тенгсизлиги коэффициентли.

Жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, EGARCH (1, 1) модели бўйича тақсимотлардаги энг мақбул прогноз t-студент тақсимотидаги прогноз ҳисобланса (RMSE, MAE, MAPE, TIS коэффициентлари нормал тақсимотга нисбатан паст), PARCH (1, 1) моделидаги мақбул прогноз нормал тақсимотда баҳоланмоқда. Ушбу моделлар бўйича Евро ва Сўм валюта жуфтлиги курсининг қисқа муддатли истикболдаги (2018 йил июлдан – 2019 июлгача) тебраниш даражаси куйидагича, яъни EGARCH (1, 1) модели бўйича (t-студент тақсимоти) ўртача 8700 сўмдан 9400 сўмгача тебраниши сўмгача, юқори чегараси эса 9100 сўмдан 9920 сўмгача бўлиши баҳолаганимизда эса улар мос равишда 8720 сўмдан 9430 сўмгача, 8270 сўмдан 8790 сўмгача ҳамда 9180 сўмдан 10080 сўмгача бўлиш эҳтимолини кўрсатмоқда (25-иловага қаранг).

Амалга оширилган эконометрик таҳлил жараёнларига умумий хулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, АҚШ доллари ва Сўм ҳамда Евро ва Сўм валюта жуфтликлари курс тебранишларини баҳоловчи энг мақбул моделлар EGARCH (1, 1) ва PARCH (1, 1) моделидир. Уларда аниқланган ARCH (α) ва GARCH (β) коэффициентлари статистик жиҳатдан аҳамиятли бўлиб, АҚШ доллари ва Сўм валюта жуфтлиги бўйича (нормал тақсимотга кўра) унинг йиғиндиси мос равишда 0.98 ва 0.90 коэффициентларини, t-студент тақсимотига кўра эса 0.99 ҳамда 0.98 коэффициентларини ташкил этади.

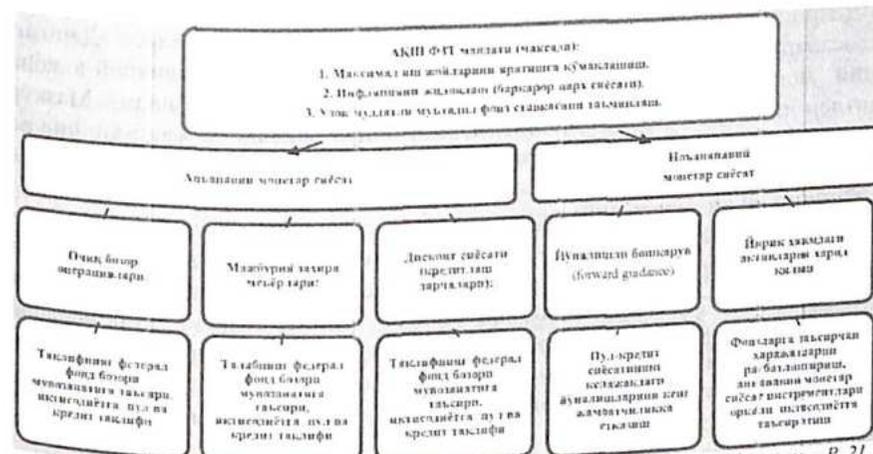
Ушбу кўрсаткичлар Евро ва Сўм жуфтлиги бўйича мос равишда 0.93, 0.96, 0.83 ва 1.01 коэффициентларни ташкил қилади. Диагностик тест натижалари танланган барча моделлар бўйича муваффақиятли амалга оширилди. Коэффициентларнинг модель талаблари доирасида бўлиши амалга оширилган эконометрик таҳлил ёндашувларини тўғрилигини кўрсатади. Келгусида ушбу моделлардан амалиётда кенгрок фойдаланишни мақсадга мувофиқ деб ҳисоблаймиз.

4.2-§. Дисконт сиёсатидан фойдаланишнинг халқаро тажрибаси ва ундан Ўзбекистон шароитида фойдаланиш масалалари.

Дунёдаги ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар Марказий банклари амалиётида қўлланилаётган монетар сиёсатнинг муҳим воситаларидан бири бу дисконт сиёсатидир. Ушбу сиёсатдан банклар ва банк тизими барқарорлигини таъминлашда самарали фойдаланиб келаётган ривожланган мамлакатлардан бири бу АҚШ Федерал Захира Тизимидир (кейинги ўринларда – АҚШ ФЭТ деб юритилади).

Маълумки, АҚШ ФЭТ амалиётида дисконт сиёсати дарчаси (Discount landing window) АҚШ Федерал Захира Банки (кейинги ўринларда АҚШ ФЭБ деб юритилади)нинг анъанавий монетар сиёсат инструменти таркибига киритилиб, ундан банкларни (депозит муассасаларини) охириги инстанция сифатида кредитлашда фаол ва самарали фойдаланилади (4.6-расм).

Дисконт сиёсати дарчаси деб ишлатилишига асосий сабаб, 12 та штатдаги Худудий Федерал Захира Банклари (кейинги ўринларда ХФЭБ деб юритилади) томонидан маҳсуе келишилган чегирма ставкаларида (дисконт ставкаларида) ўз ҳудудларида барча турдаги депозит муассасалари (тижорат банклари, микрокредит ташкилотлари ва х.к.) актив ва пасивлари таркибиде юз берадиган номуаносиблик ҳолатларини олдини олиш мақсадида бериладиган қисқа муддатли қарз мажбуриятларини (бир кунлик, бир ҳафталик) ифодаланиди. Бу ерда ҳар бир ХФЭБ ўзига ҳос бир дарча сифатида қаралган.



Маъба: Function conducting monetary policy. The Federal Reserve System Purposes & Functions – P. 21. URL: https://search.newyorkfed.org/board_public/search?text=discount+policy&Search=

4.6-расм. АҚШ Федерал захира тизимининг мандати

Маълумки, АКШ ФЭТ амалиётида Федерал Очик Бозор Қўмитаси – ФОБҚ (Federal Open Market Committee – FOMC) фаолият юритиб, у асосан захира талаблари ва федерал фонд фоиз ставкаларини белгилашда ҳамда улар орқали иктисодиётнинг молиявий ресурсларга (пул, кредитлар) бўлган талаб ва таклифини мувофиқлаштиришда муҳим институт ҳисобланади.

Мазкур институт дисконт ставкасини белгилашда бевосита ваколатли ҳисобланмасида, аммо уни шакллантиришда ҳал қилувчи аҳамиятга эга. Унинг ҳулоса ва таклифлари АКШ ФЭБ Директорлар Кенгаши томонидан ўрганилиб, тегишли қарор қабул қилинади. АКШ ФЭБ томонидан дисконт ставкасида бериладиган кредитлар уч турда амалга оширилади.

Бирламчи (асосий) тур кредитлари фақат ишончли депозит муассасаларига маълум бир вақтга (одатда, бир неча соатга) ёки вазият тақозосига кўра узокроқ муддатга берилиши мумкин. Ушбу депозит муассасаларининг ишончлилигини аниқлаш учун ҲФЭБ томонидан уларнинг молиявий аҳволи юзасидан мунтазам мониторинг олиб борилади, рейтинг юритилади. Депозит муассасалари ушбу қарз маблағларини асосан молиялаштиришнинг захира манбаси сифатида қарашади ва улардан бошқа мақсадларда фойдаланишмайди. Ушбу биринчи тур қарз маблағи асосий манба ҳисоблангани боис ҳам АКШ ФЭБ лексиконида уни «дисконтланган ставка» дейишади.

Иккиламчи тур кредитлари барқарор депозит муассасаларига берилиб, уларнинг дисконт ставкаси ишончли депозит муассасаларига бериладиган дисконт ставкасидан 50 фоиз пунктга юқорироқ, баъзи ҳолларда эса вазият тақозосига кўра ундан-да юқорироқ бўлиши мумкин. Ушбу турдаги кредитларнинг муддати бир кунгачани ташкил қилади. Депозит муассасаларининг барқарорлигини аниқлаш учун уларнинг молиявий аҳволи доимий мониторинг қилинади ва рейтинг асосида баҳоланади. Мазкур кредитлар ликвидлик танқислигини олдини олиш мақсадида жалб қилинади. Улардан депозит муассасаларининг активларини молиялаштиришда фойдаланиш мумкин эмас.

Учинчи, яъни мавсумий тур кредитлари унча катта бўлмаган депозит муассасаларига ўз кредит ва депозит операцияларидаги мавсумий номутаносибликларнинг олдини олиш учун берилди. Бунда ушбу депозит муассасалари мавсумий тебранишларга ҳос бўлган ҳолатларни аниқ асослаб беришлари лозим. Одатда бундай муассасалар кишлоқ хўжалиги соҳасига ёки туристик салоҳиятга эга бўлган жойларда фаолият кўрсатадиган хўжалик субъектларига хизмат кўрсатишади. Мазкур кредитнинг дисконт ставкаси бозор ставкасига тенг бўлади.

Кредит олиш шартлари. Қонунчиликка кўра, мажбурий захира меъёрларига тортиладиган депозит ҳисоб рақамларига эга бўлган депозит муассасалари (банклар) ҳамда АКШнинг чет элдаги филиал ёки агентлик сифатида фаолият кўрсатадиган банклари ҳам ушбу дисконт кредит маблағларидан бир хил шартлар асосида фойдаланишлари мумкин.

Дисконт кредит маблағлари муайян гаров шартлари асосида берилди. Гаров сифатида эса норматив меъёрларга жавоб берадиган ҳар қандай активлар олинishi мумкин. Хусусан, юқори ликвидли кимматли қоғозлар, қарз мажбуриятлари қабилаш шулар жумласидандир. ҲФЭБ ушбу гаров таъминотига эгалик қилиш ва уни тасарруф этиш ҳуқуқини тўлиқ таъминлаши лозим. Зарурият ҳолларда (дефолт ҳолатида) ушбу гаров таъминотларини дисконт дарчаси кредитларини қоплашга йўналтириш мумкин. Гаровга олинган таъминот гаровга берувчи муассасанинг мажбуриятидан холи бўлиши лозим.

Гаров сифатида қабул қилинган активларга АКШ ФЭБ томонидан муайян баҳо (наرخ) таклиф этилади. Ушбу нарх гаровга олинган активнинг нархини ифодалаб, унинг бозор нархидан бироз пастроқ нархда олинади ва бу ўз-ўзидан маълумки, гаровга олинган активнинг бозор нархидан тушиб кетишидан ҳимояланиш мақсадида амалга оширилади.

АКШ ФЭТда дисконт сиёсати монетар сиёсатнинг энг муҳим воситаларидан (инструментларидан) бири ҳисобланар экан, унинг таъсирида АКШ ФЭТ олдида кўйилган бош мақсад – максимал даражада иш жойларини яратишга кўмаклашиш, барқарор нарх сиёсатини юритиш ва узок муддатли мўътадил фоиз ставкасини таъминлаш¹⁸³ бўйича амалга ошириладиган чоратadbирлар тизимини мувофиқлаштиришга эришишдан иборат. Ушбу инструмент асосан таклиф омили сифатида Федерал захира фондининг мувозанатли ҳолатини таъминлашга ҳамда иктисодиётга пул ва кредитлар таклиф қилишга ўз таъсирини кўрсатишга йўналтирилгандир.

Дисконт дарчасидан фойдаланиш амалиётига ҳос хусусият куйидагичадир. Агар депозит муассасалари (банклар) ўзларининг қисқа муддатли (бир кунлик – overnight) молиялаштиришга бўлган эҳтиёжларини Федерал фонд бозоридан ёки шунга ўхшаш бозорлардан қаноатлантиришга эриша олмаса, у ҳолда улар ҲФЭБнинг ушбу дисконт дарчасидан фойдаланишлари мумкин. Депозит муассасалари томонидан олинган кредит уларнинг ҲФЭБдаги баланс ҳисоб рақамига тегишлича қайд этилади.

Дисконт дарчасидан фойдаланишни тартибга солувчи қондалар АКШ Федерал захира қонунчилиги асосида ҳамда АКШ ФЭБ Бошқарув Кенгаши томонидан тасдиқланган низомлар асосида белгиланади. Гаров таъминоти кўйилгандан сўнг АКШ ФЭБлари томонидан ўрнатилган тегишли фоиз ставкасида (дисконт ставкасида) кредитлар ажратилади. Мазкур дисконт фоиз ставкаси қайта кўриб чиқилиши ва ўзгартрилиши мумкин.

¹⁸³ АКШ Конгресс томонидан АКШ ФЭТга билдирилган ишонч ва мажбурий ҳисобланади. Ушбу ишонч ва мажбурий «АКШ Федерал Захира Тизими туғрисида»ги Қонунга мувофиқ (1913 йил), АКШ Федерал Захира Банки Директорлар Кенгаши АКШ Федерал Очик Бозор Қўмитаси билан биргаликда АКШ иктисодиётининг барқарор ривожланишида самарали монетар сиёсат олиб борилиши мувофиқлаштиришга масъул органлар ҳисобланади. Шунингдек, АКШ ФЭТнинг бошқа функционал мажбуриятлари ҳам борки, улар молиявий ҳисобланганини ошириш (4-бўлим), молиявий муассасалар ҳамда улар фаолиятини назорат қилиш ва тизим барқарорлигини ошириш (5-бўлим), пул ва ҳисоб-китоб тизимининг хавфсизлиги ҳамда самардорлигини ошириш (6-бўлим); истеъмолчилар ҳуқуқларини ҳимоя қилиш ва жамиятти ривожлантиришга кўмаклашиш (7-бўлим) ҳамда барқарор фаолият юритадиган молиявий тизимни қўллаб-қувватлаш орқали мамлакатнинг фаровонлигини таъминлашдир.

2003 йилдан бошлаб дисконт фоиз ставкалари федерал фонд бозори ставкаларидан (хисоб ставкасидан) юқорирок қилиб белгиланди. Бунга асосий сабаб сифатида эса дисконт ставкасидан фойдаланиш энг охириги инстанция хисобланиши лозимлиги ва умумий бозор шарт-шароитлари (молия ва фонд бозорлари назарда тутилмоқда) жуда мураккаб ҳолатга тушиб қолган ҳолларда амалга оширилиши кўрсатилади.

Шу ўринда, Федерал Фонд Ставкаси (кейинги ўринларда – ФФС)нинг ўзига хос хусусиятлари ҳақида қисқача тўхталиб ўтмоқчимиз. ФФС депозит муассасалари (банклар ва бошқа кредит ташкилотлари) томонидан қисқа вақтга, яъни бир кеча-кундузга (overnight) бир-бирига бериладиган кредит (қарз) маблағига белгиланадиган фоиз ставкасидир. Бошқача айтганда, у банклараро фоиз ставкасини ифодалайди. Агар банк федерал захира хисоб рақамида ўз эҳтиёжидан ортиқча ликвид маблағга эга бўладиган бўлса, у ҳолда у ушбу ортиқча ликвид маблағини қисқа вақтга, муайян даромад эвазига ва келишилган фоиз ставкасида эҳтиёжманд депозит муассасасига сотиши мумкин.

Депозит муассасалари ўртасидаги бундай савдолар натижасида шаклландиган ўртача фоиз ставкаси – Самарали Федерал Фонд Ставкаси (СФФС) деб аталади (Effective Federal Funds Rate – EFFR). СФФС асосан бозор механизми орқали аниқланади, аммо унга ФЗТнинг очик бозор операциялари ўз таъсирини ўтказа олганлиги сабабли ФФСнинг таргет (Federal Funds Rate Target) ставкаси шакллантирилади. Ушбу таргет (мақсадли) ставкани аниқлаш ва белгилаш учун Федерал очик бозор қўмитаси томонидан йилига саккиз марта йиғилиш ўтказилади (хар олти ёки етти ҳафтада). Юқорида қайд этилганидек, таргет ставка самарали ставкага ўз таъсирини ўтказар экан, у фонд бозоридаги очик бозор операциялари учун «лангар» ставка сифатида хизмат қилади. АҚШ ФЗТ давлат облигацияларини сотиш орқали амалдаги мавжуд ликвидликни қисқартиришга ва мақсадли ставкани оширишга ёки аксинча, мавжуд ликвидликни кўпайтириш мақсадида давлат облигацияларини сотиб олиши ва мақсадли фоиз ставкасини пасайтиришга таъсир этиши мумкин. Албатта, ушбу жараёнлар иқтисодиётнинг умумий ҳолатига боғлиқ равишда қараб чиқилади (инфляция, иш ҳақи, бандлик кўрсаткичлари; истеъмол харажатлари, реал даромадлар; инвестициялар, валюта бозори ва ҳақ.).

ФФС АҚШ молия бозоридаги энг асосий фоиз ставкаси хисобланиб, унинг таъсирида бошқа фоиз ставкалари, хусусан, тижорат банкларининг кредит ставкалари, шу жумладан, узок муддатли кредитлар (ипотека), қарз капитали, омонат ва жамғарма ставкалари шаклланади (4.7-расм).



Самарали федерал фонд ставкаси

Манба: Board of Governors of the Federal Reserve System (US). URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>

4.7-расм. АҚШ ФЗТнинг самарали федерал фонд ставкаси динамикаси (1955-2017 йиллар)

Булар, ўз навбатида, истеъмол талаби ва ишончини белгиловчи энг мухим индикаторлар сифатида макрониктисодиётни мувозанатлаштиришга хизмат қилади. Мазкур расм маълумотларидан кўришиб турибдики, самарали ставканинг энг юқори даражаси 1981 йил июнь ойида (19,1% ни) ҳамда энг паст даражаси 2011 йил октябрь ойида (0,07% ни) ташкил қилган. Умуман олганда, ушбу фоиз ставкасининг гоҳ ошиши ва гоҳ пасайишига асосий сабаблардан бири АҚШ иқтисодиётида юз берган турли даврлардаги юқори инфляция ҳамда рецессия (турғунлик) шароитларидир. Охириги даврларда юз берган рецессия 2007-2008 йиллардаги жахон молиявий-иқтисодий инкирози билан боғлиқдир. Ставканинг бир фонддан паст бўлган даражаси 2008 йил октябрь ойидан бошлаб (0,97%) 2017 йил июнь ойигача (1,04%) қузатилган. 2018 йил 1 январь ҳолатига ушбу кўрсаткич 1,5% ни ташкил этмоқда¹⁸⁴. АҚШ ФЗТ ушбу ставкани 2018 йилда 2% га, 2019 йилда 2,5% га ва 2020 йилга келиб эса 3,0% га ошириш борасида хабар таркатган¹⁸⁵.

Хўш, бу нимадан далолат беради? Маълумки, фоиз ставкаларининг бу тарика оширилиши иқтисодиётда ортиқча ликвидликнинг вужудга келганлигидан далолат беради. АҚШ ФЗТ 2008 йилда юз берган рецессия туфайли 2015 йил декабрь ойигача (етти йил мобайнида) мазкур фоиз ставкасини жуда паст даражада ушлаб келди, натижада иқтисодиётда давлат қарз мажбуриятлари (облигациялар) 4.0 трлн. долл. миқдоригача ошди. Эндиликда ушбу қарз мажбуриятларини сўндириш мақсадида АҚШ ФЗБ федерал фонд ставкаси миқдорини кейинги уч йил давомида босқичма-босқич ошириб боришни режалаштирган. Агар ушбу режа бошқа шароитлар ўзгармаган ҳолда амалга оширилса, у ҳолда АҚШ долларининг бошқа валюталарга нисбатан курси янада мустаҳкамланиши ҳамда ушбу валютага бўлган талабнинг янада ошишига хизмат қилиши мумкин. Шунингдек, ушбу сиёсат инвестицияларни АҚШ иқтисодиёти гомон рағбатлантириши ҳам мумкин.

¹⁸⁴ Current Federal Reserve Interest Rates. URL: <https://www.thebalance.com/current-federal-reserve-interest-rates-3305694>

¹⁸⁵ Уша манба.

Дисконт сиёсатидан бошқа ривожланган мамлакатлар амалиётида ҳам узок йиллар кенг фойдаланилган. Хусусан, Англия, Германия, Канада, Швейцария ва Япония Марказий банклари шулар жумласидандир. Мазкур мамлакатлар ўз пул-кредит сиёсатларининг тадрижий ривожланиш босқичларида (1960-1990 йй.) дисконт сиёсатидан валюта курси баркарорлигини таъминлашда фойдаланишган. Хусусан, унинг таъсирида пул массаси ва инфляцияни тартибга солишда ҳамда шу йўл билан валюта курсини бошқаришга эътибор қаратишган. Ушбу мамлакатларнинг ўша даврга хос дисконт сиёсати хусусиятини ифодаловчи маълумотлар қуйидаги 4.7-жадвалда келтирилган.

Жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, деярли барча Марказий банклар фаолиятида (Буюк Британиядан ташқари) дисконт сиёсати расмий монетар восита сифатида қайд этилган. Аммо у асосий ставка сифатида роль ўйнамаган. Асосий ставка сифатида бошқа ставкалар муҳим аҳамият касб этган. Хусусан, АКШда Федерал захира ставкаси, Германияда қайта сотиб олиш ставкаси (1 ойдан 2 ойгача бўлган муддатда), Японияда банклараро пул бозори ставкаси, Буюк Британияда минимал ставка (14 кунгача), Канадада эса 3 ойлик аукционли ғазначилик ставкасидир.

4.7-жадвал

Айрим ривожланган мамлакатлар амалиётида қўлланилган қисқа муддатли фоиз ставкалари тўғрисида маълумот

Мамлакат	Расмий ставка (official rates)	Бир кеча-кундузли ставка (overnight)	Бошқа муҳим фоиз ставкалари (other key interest rates)
АКШ	Дисконт ставкаси	Федерал Захира ставкаси*	Ғазначилик вексели ставкаси
Германия	Дисконт ставкаси Ломбард ставкаси Ғазначилик векселини сотиш ставкаси	Кунлик пул бозори ставкаси	Қайта сотиб олиш ставкаси (1 ойдан 2 ойгача)* Банклараро 3 ойлик ставка
Япония	Дисконт ставкаси	Банклараро пул бозори ставкаси*	Депозит ставкаси (3 ойлик) Дисконт ставкаси (вексели)
Буюк Британия	Дисконт ставкаси (расмий эмас)	Банклараро бир кеча-кундузли ставка	Англия банкнинг минимал ставкаси (14 кунгача)* Тижорат кредит ставкаси Банклараро 3 ойлик ставка
Канада	Банк ставкаси	Пул бозори ставкаси	3 ойлик аукционли Ғазначилик ставкаси*
Швейцария**	Дисконт ставкаси Ломбард ставкаси	Кредит бозори ставкаси	90 кунлик корпоратив облигациялар ставкаси 3 ойлик Евро-транзит депозит ставкаси

Манба: Bruce Kasman. A comparison of Monetary policy operating procedures in six industrial countries. FRBNY. Quarterly Review/Summer 1992. p.24. Ишох: * белгиси остида қайд этилган ставкалар Марказий банкларнинг асосий ставка сифатида белгиланган. ** Швейцария Миллий банки бирорта фоиз ставкасини

Юқоридаги мамлакатлар орасида Япония Марказий банкининг дисконт сиёсатига оид амалга оширилган тадрижий ислохотлари ўзига хос хусусият касб этади. Хусусан, Япония Марказий банки дисконт сиёсатини илк бор

1950 йилларнинг ўрталарида амалга оширишга киришган¹⁸⁶. Ўша вақтдан бошлаб то 1998 йилгача Япония Марказий банки дисконт ставкасини расмий ставка сифатида қайд этган. Аммо унинг пул-кредит сиёсати тизимига таъсири 1991 йилдан бошлаб камайиб борган. Тадқиқотчилар бунинг асосий сабабини молия бозори тизими таркибининг фаоллашуви билан изохлашади¹⁸⁷. 1998 йилдан то 2013 йилгача бўлган даврда таъминотсиз шартларда (uncollateralized) овернайт кредитлари орқали кредитлаш механизмига ўтилди. Ушбу механизмдаги кредит ставкалари миқдори ушбу давр оралиқларида нольдан 0.5 фоизгача тебранган. 2016 йил 21 сентябрдан бошлаб эса очик бозор операцияларидаги қисқа муддатли фоиз ставкасини минус 0.1 фоиз даражасида, 10 йиллик Япония давлат облигацияларининг мақсадли (таргет) ставкаларини ноль фоиз даражасида белгилаган¹⁸⁸.

Умуман олганда, 90-йиллардан бошлаб Япония Марказий банки амалиётида дисконт сиёсатига нисбатан турли хил ёндашувлар вужудга келди. Хусусан, дисконт сиёсати воситасини монетар сиёсатнинг «мустақил» ёки «ёрдамчи» инструменти сифатида қараш борасида баҳс-мунозаралар пайдо бўлди. Япония Марказий банки иқтисодчилари Tomoyuki Fukumoto, Masato Higashi, Yasunari Inamura ва Takeshi Kimura ўз тадқиқотларида бу борада қуйидаги фикрларни билдиришган: «Баъзи иқтисодчилар ёки экспертлар дисконт сиёсатига «ёрдамчи» инструмент сифатида қараб, уни монетар сиёсатнинг бошқа инструментлари билан боғлиқ равишда ҳаракат қилишини таъкидлашса, бошқалар эса унинг «мустақил» инструмент эканлигига ва у монетар сиёсатнинг бошқа инструментларисиз тўғридан-тўғри иқтисодиётга таъсир кўрсата олиш салоҳиятига эга эканлиги ҳақида фикр-мулоҳазалар билдиришади»¹⁸⁹.

Муаллифлар ушбу дисконт сиёсатининг «ёрдамчи» ёки «мустақил» инструмент сифатидаги ролини молия бозори тизимининг тобора тақомиллашиб бориши билан асослашга ҳаракат қилганлар. Хусусан, кредит бозорида турли даражадаги мақсадли фоиз ставкаларининг (қисқа муддатли овернайт, овердрафт, репо, банклараро каби ставкалар) пайдо бўлиши, уларни дисконт ставкасига нисбатан рақобатбардош ставкага айлантирди. Иқтисодчилар ўртасида биргина дисконт сиёсати инструменти билан банк-молия тизимига тўғридан-тўғри таъсир этиб бўлмаслиги ва уни ривожлантира олмаслиги ҳақида турли хил муносабатлар юзага келди.

Натижада, дисконт сиёсатига монетар сиёсатнинг «ёрдамчи» инструменти сифатида қараш тобора кучайди. Аммо ушбу муносабатларга қарши фикрлар ҳам юзага чиқди. Хусусан, тадқиқотчилар ушбу омилни

¹⁸⁶ Tomoyuki Fukumoto, Masato Higashi, Yasunari Inamura, Takeshi Kimura. Effectiveness of window guidance and financial environment — In light of Japan's experience of financial liberalization and a bubble economy. Bank of Japan Review. 2010-E-4. August 2010. p.5-8.

¹⁸⁷ Ўша ерда, 5-бет.

¹⁸⁸ Long series on central bank policy rates — Documentation on data. Bank for International settlements. p.5. https://www.bis.org/statistics/cbpol/cbpol_doc.pdf

¹⁸⁹ Fukumoto T., Higashi M., Inamura Y., Kimura T. Effectiveness of window guidance and financial environment — In light of Japan's experience of financial liberalization and a bubble economy. Bank of Japan Review. 2010-E-4. August 2010. p.5-8.

монетар сиёсатнинг «мустақил» инструменти сифатида эфироф этилишига кўпроқ эътибор бера бошлашди. Яъни уларнинг фикрича, дисконт сиёсати монетар сиёсатнинг бошқа инструментларисиз ҳам мустақил равишда амал қилиши ва оғир аҳволга тушган кредит ташкилотларини соғломлаштиришга ижобий таъсир кўрсатиши мумкинлиги ҳақида хулосага келишди.

Дисконт сиёсатининг моҳияти ва аҳамиятига оид фикр-мулоҳазаларда америкалик иқтисодчи олимлар А.Шварц¹⁹⁰ ва М.Бордолар¹⁹¹ ҳам танқидий муносабатдадир. Хусусан, А.Шварц АҚШ ФЗБ томонидан олиб борилган дисконт сиёсатидаги ноаникликларни қуйидагича ифодалайди: ушбу сиёсат ресурсларнинг «самара» бериши учун хизмат қилиши керакми ёки «чайковчилик» илинжидаги ҳаракат учунми; банкларга ушбу ресурслар «эхтиёж» учун зарурми ёки «даромад»га чиқиш учунми; банклар ушбу ресурслардан активларни шакллантиришга ҳаракат қилиши керакми ёки уларни тасарруф этишгами; дисконт ставкаси билан бозор ставкаси ўртасидаги фарқ ушбу қарздорликка самарали таъсир кўрсатадими; мунтазаам кредитлашга қарши ҳисобланган ушбу анъанвий кредитлаш бир-бирини ўрнини тўлдирувчи омил ҳисобланадими; банкларнинг қарз сўраши улар фаолиятининг ёмонлигидан дарак беради; «техник» тузатишлар дисконт ставкасининг ўзгаришини изоҳлаганда, унинг эълон қилиниши молия бозорлари учун фойдали маълумотлар тақдим эта оладими; дисконт ставкасини оширишдан кўра, банкларни ҳаддан ташқари ундан кўп фойдаланмасликка чақириш керакми¹⁹².

Шу билан бирга Шварц АҚШ ФЗБнинг дисконт сиёсатини ҳаммага бирдек эмас, балки вақтинчалик ликвидлик тақчиллигига дуч келган аммо тўловга лаёқатли ҳисобланган банкларга бериш мумкинлиги ҳақида фикр билдиради. Умуман олганда эса у банкларни қайта молиялашда очик бозор операцияларидан кенгрок фойдаланишни катъий таъкидлайди.

Бир-бирдан фарқ қилувчи ушбу мулоҳазаларни ҳал қилишдаги асосий жиҳат монетар сиёсатни қандай амалга ошириш ва уни идрок этишга боғлиқдир. Агар у «ёрдамчи» восита сифатида идрок этилса, у холда дисконт сиёсатидан катъий монетар сиёсатни юритиш мақсадида фойдаланиш бошқа фоиз ставкаларининг ошишига таъсир этиши, агар уни «мустақил» восита сифатида идрок этилса, у холда унинг таъсири бошқа фоиз ставкалари ўзгармаган шароитда ҳам сезиларли бўлиши таъкидланади. Айнан мана шу жиҳатга кўра, дисконт сиёсатидан «мустақил» инструмент сифатида фойдаланиш Марказий банкка бошқа фоиз ставкаларининг ошиши натижасида ташқи капитал оқимининг кириб келиш хавфисиз иқтисодиётни ўнглаш имкониятини бериши мумкинлиги алоҳида таъкидланди. Умуман

¹⁹⁰ Schwartz A.J. The misuse of the Fed's discount window. The Federal Reserve Bank of St. Louis. September/October, 1992. pp. 58-69. <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/conferences/homer/homer92.pdf>

¹⁹¹ Bordo, Michael D. Sound Money and Sound Financial Policy. Paper prepared for the conference «Anna Schwartz – The Policy Influence». American Enterprise Institute. Washington D.C. April 14, 2000. www.econweb.rutgers.edu/bordo/sndmon.doc

¹⁹² Ушбу маълумот, 67-бет.

олганда, ушбу омилнинг «мустақил» инструмент сифатидаги таъсир самарадорлиги бошқа омиллар билан бир қаторда, мамлакатдаги молия бозори таркибининг такомиллаштиришга боғлиқ бўлиб, у макронқисодий мувозанатни таъминлашга ва монетар сиёсат юқини монетар инструментлар ўртасида самарали тақсимланишига сезиларли даражада хисса қўшиши мумкин.

Япония амалиётига оид яна бир муҳим жиҳат қуйидаги тадрижий ислохотлар билан боғлиқ. Хусусан, Япония молия бозорининг тадрижий ривожланиши монетар сиёсат инструментларининг (фоиз ставкаси, очик бозор операциялари ва мажбурий захиралар ставкаси) янада кенгрок диверсификацияланишига олиб келди. Пул-кредит бозорида ликвидликни таъминловчи воситалар сифатида турли хил қисқа муддатли фоиз ставкалари, яъни банклараро пул бозори ставкаси, ҳисоб ставкаси (репо), базавий ставка, овернайт, овердрафт каби ставкалардан фаол тарзда фойдаланишга ўтилди. Ушбу воситалар ўз мазмун ва моҳиятига кўра, эндиликда «Complementary lending facility»¹⁹³, яъни қўшимча кредитлаш воситалари, «Marginal lending facility»¹⁹⁴ – чегаравий кредитлаш воситалари, «Complementary deposit facility»¹⁹⁵ – қўшимча депозитли воситалар атамалари остида талкин қилинадиган бўлди.

Ушбу атамалар Фарб Марказий банклари амалиётида, жумладан Англия, Германия, Швейцария ва Япония каби Марказий банклар амалиётида ҳам кенг фойдаланила бошланди. Хусусан, Европа Марказий банклари кредитлашнинг «Marginal lending facility» ва «Complementary deposit facility» воситаларидан кўпроқ фойдаланишга киришган бўлса, Япония Марказий банки асосан «Complementary lending facility» воситасидан унумли фойдаланишга ҳаракат қилган¹⁹⁶. Мазкур воситалар пул-кредит соҳасида фоиз ставкасининг трансмиссия каналларини фаоллаштириб, банк-молия бозори инфраструктурасида «spillover effect»ни юзага келтирди. Натижада, банклар ўртасида кредит ресурсларини самарали жалб қилиш ва ундан фойдаланиш борасида рақобат кучайди, фонд бозори орқали қўшимча даромад олиш имкониятлари ортди, молиявий ресурсларни мобилизация қилиш, тақсимлаш ва қайта тақсимлаш механизмлари кенгайиб иқтисодиётнинг молиявий ресурсларга бўлган талабини қондиришнинг самарали йўллари шакллантирилди.

¹⁹³ Complementary lending facility – Марказий банк томонидан талабномага мувофиқ бир қарз олувчи ёки бир гуруҳ қарз олувчилар (контрагентлар)нинг бирлашган гаров таъминоти миқдоридан ошмаган суммага бериладиган кредит воситасидир. Ушбу инструментдан Япония Марказий банки 2001 йилдан бери фойдаланиб келмоқда. Қаранг: https://www.boj.or.jp/en/mopo/measures/mkt_ope/len_a/index.htm/

¹⁹⁴ Marginal lending facility – кўпроқ Европа Марказий банки амалиётига ҳоё хусусият бўлиб, контрагентлар томонидан ликвид активларни гаровга бериш билан жуда қисқа муддатга «овернайт» шаклида олинадиган кредит воситасидир. Қаранг: https://definedterm.com/marginal_lending_rate

¹⁹⁵ Complementary deposit facility – Марказий банк томонидан контрагентларнинг ортиқча мажбурий захираларига тўланадиган депозит фоиз ставкаси воситаси (инструменти). Қаранг: https://www.boj.or.jp/en/mopo/measures/mkt_ope/oth_a/index.htm/

¹⁹⁶ Tache I., Danu A.L. Comparison between the European Central Bank as a new monetary experiment and other major Central banks – US Federal Reserve and Bank of Japan. Bulletin of the Transilvania University of Braşov Series V: Economic Sciences • Vol. 7 (56) No. 2 – 2014. pp. 295-302.

Мана шундай ўзига хос йўлни мақсад қилган Хитой давлати бугунги кунда ўзининг дисконт сиёсатини босқичма-босқич такомиллаштириб бормоқда. Дисконт сиёсати Хитой Марказий банки амалиётида анча узоқ йиллардан бери қўлланилиб келинмоқда. 1978 йилда бошланган иқтисодиётни ислох қилишнинг кенг камровли давлат дастурлари ушбу йўналишдаги сиёсатнинг фаол даврини тавсифлайди. Ўша даврдаги тўртта йирик давлат банклари ҳисобланган Хитой саноат-тижорат банки, Хитой халқ банки, Хитой кишлок хўжалик банки ва Хитой қурилиш банклари молиявий ресурслар тақчиллигини айнан дисконт сиёсати орқали бартараф этишга муваффақ бўлишган¹⁹⁷.

Хитой амалиётида қўлланилиб келинаётган дисконт сиёсатининг тадрижий ислохотлари қуйидаги чора-тадбирларни ўз ичига олади:

- кредитлаш ҳажмини белгилаш (target): ҳар йил бошида Хитой Марказий банки барча молия муассасаларига кредитлаш ҳажмининг мақсадларини белгилайди;

- тижорат банклари билан учрашувлар юштириш: Марказий банк ҳар ойда тижорат банклари билан учрашувлар олиб боради. Зарурият ҳолларда махсус давра суҳбатлари ўтказиб, тегишли кўрсатмалар беради;

- дисконт хизматига эҳтиёжманд молиявий ташкилотлар: Ушбу хизмат туридан Хитойнинг нафақат йирик тўртта давлат банки, шу билан бирга бошқа тижорат банклари, шу жумладан маҳаллий тижорат банклари ҳам фойдаланиш ҳуқуқига эга. Шунингдек, ушбу ҳуқуқдан ҳудудлардаги бошқа тижорат банклари ҳам фойдаланиши мумкин;

- дисконт хизмати доираси: кредит ҳажмининг ўсиш суръатига қараб, уни қарз олувчининг эҳтиёжи ва тармоқ хусусиятларини инобатга олган ҳолда кредитлаш ҳажмини тақсимлаш амалга оширилади. Ушбу бошқарув дарчаси молия институтларининг кредит таркибини такомиллаштиришга, диверсификациялашга, тадбиркорлик фаолиятини қўллаб-қувватлашга, истеъмол ҳажмини оширишга ва бандлик масалаларини ҳал этишда рағбатлантирувчи роль ўйнайди;

- дисконт дарчаси тартиб-таомилларига амал қилмаслик бўйича жазо чоралари: мазкур дарча тартиб-таомилларига амал қилмаслик молия муассасаларини очиқ бозор операциялари орқали жазоланган мумкин. Жумладан, Марказий банк бундай муассасаларга барқарор кредит операцияларини амалга оширишни таъминлаш юзасидан очиқ бозор операциялари орқали махсус таъсирчан чоралар қўллаши мумкин.

Юқоридаги тадрижий ислохотлар бугунги кунда Хитой Марказий банкнинг банк-молия тизимида улкан ислохотларни амалга оширишга ундамоқда. Фонд ва валюта бозори таркибини изчил диверсификация қилиш орқали дисконт ставкасига рақобатбардош ҳисобланган бошқа замонавий монетар воситалардан кенг фойдаланишга ҳаракат қилмоқда. Шубҳасиз, ушбу

¹⁹⁷ Fukumoto T., Higashi M., Inamura Y., Kimura T. Effectiveness of Window Guidance and Financial Environment — In light of Japan's experience of financial liberalization and a bubble economy. Bank of Japan Review. 2010-E-4. August 2010. p.2.

молиявий воситаларнинг иқтисодиётдаги ўрни ва аҳамияти жуда катта, улардан оқилона фойдаланиш иқтисодиёт ривожини катта ижтимоий-иқтисодий самара олиб келиши мумкин. Аммо шу билан бир қаторда, ушбу воситалар катта риск даражасига ҳам мойилдир. Молия тизими бозорининг очиқлиги халқаро бозор конъюктураси талаблари бўйича тартибланишга ва ҳаракатланишга мажбурдир, акс ҳолда инвесторлар уни қабул қилмайдилар ва ўзларининг бўш пул маблағларини молиявий инвестицияларга йўналтирмайдилар.

Фонд ва валюта бозори инструментлари асосан спекулятив -чайковчилик тавсифга эга бўлса, пул-кредит инструментлари ушбу спекулятив сайи ҳаракатлардан ҳимояланишга йўналтирилганлиги билан бир-биридан фарқланади. Ҳамма гап мана шу сайи-ҳаракатга субъектларнинг реакциясини ўз вақтида пайқаш ва унга муносиб монетар чора-тадбирни қўллаш олишга боғлиқдир. Айнан мана шу ўринда Марказий банкнинг юксак даражадаги профессионал фаолиятига ҳақиқий баҳо бериш мумкин бўлади.

Япония тажрибасидан келиб чиққан ҳолда ўз дисконт сиёсати амалиётини ислох қилиб келаётган Хитой амалиётига ҳулоса қиладиган бўлсак, шуни алоҳида таъкидлаш керакки, Хитой монетар органи пул-кредит воситаларининг иқтисодиётга таъсир самарадорлигини мувозанатлаштирилган принцип асосида, яъни муайян яқка воситанинг (бизнинг мисолимизда бу дисконт сиёсати инструменти) устуворлигини таъминлаш ёки сақлаш эмас, балки фоиз каналининг табақалаштирилган инструментларини молия бозорларида кенг қўллаш орқали баланслаштиришга ҳаракат қилмоқда. Бошқача айтганда, дисконт сиёсатидан фойдаланиш таъсир самарадорлигини камайтириш орқали бошқа инструментларнинг таъсир самарадорлигини ошириш принципини қўлламоқда. Молия бозорининг либерализациялашуви, бозор механизмларининг такомиллашуви, халқаро интеграциянинг кучайиши, риск хавфининг ортиб бориши, иқтисодиёт тармоқлари ва субъектларининг ихтисослашув ва табақалашув жараёнларининг сақланиши ҳамда капиталлар оқимини самарали тақсимлаш ва қайта тақсимлашда монетар воситалар юқи таъсирини баланслаштиришни такозо этади.

Ўзбекистон шароитида бевосита дисконт сиёсатидан фойдаланилмасда, унинг йўналишидаги чора-тадбирларнинг айрим жиҳатларини Марказий банкнинг қайта молиялаш сиёсатида кўриш мумкин. Ўзбекистон Республикасининг «Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тўғрисида»ги Қонунининг 30-моддасида¹⁹⁸ Марказий банк томонидан банкларни қайта молиявий таъминлаш тартиби белгиланган бўлсада, ушбу жараён узоқ йиллар давомида ўзининг амалий ифодасига эга бўлмаган. Фикримизни Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлигида 2011 йил 23 февралда 2201-сон билан рўйхатга олинган «Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан тижорат банкларига қайта молиялаш кредитларини бериш тартиби

¹⁹⁸ Қаранг: Ўзбекистон Республикасининг «Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тўғрисида»ги Қонуни. Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлисининг Ахборотномаси, 1995 й., 12-сон, 247-модда.

тўғрисида»ги Низом тасдиқлайди. Бошқача айтганда, 1995 йилда қабул қилинган қонун талабларини амалга оширувчи механизм 2011 йилга келиб ишлаб чиқилган ва тасдиқланган. Гарчи ушбу Низом тасдиқланган бўлсада, амалиётда Марказий банк томонидан тижорат банкларини қайта молиялаш талаблари бўйича кредитлаш операциялари деярли амалга оширилмаган.

Мазкур Низомнинг ўзига хос хусусиятлари қуйидагилар билан белгиланади, яъни унда Марказий банк томонидан тижорат банкларига кредит бериш икки хил шаклда: қайта молиялаш кредити ва ломбард кредити шаклида бериш қайд этилган. Қайта молиялаш кредитини бериш тартиб-таомиллари ушбу Низомда аниқ ёритилмаган бўлсада, уни беришда ўзгармас фоиз ставкаси қўлланилиши қайд этилган. Ломбард кредитини бериш эса давлат қимматли қоғозларини гаровга олган ҳолда ўзгармас (катъий) ёки кимошди савдоси (ўзгарувчан) орқали шаклландиган фоиз ставкасида берилиши жуда кенг ёритилган. Кимошди савдоси орқали аниқланган фоиз ставкасида чегирма (дисконт) ставка амал қилиши белгиланган. Дисконт ставка, ўз навбатида, кимошди савдоси охирида ариза берган банк томонидан кредит учун тақлиф этилган фоиз ставкаси сифатида аниқланиши таъкидланган.

Низомда тижорат банкларини кредитлаш асосан ломбард кредити шартларида кенг ёритилганлиги боис, уни Марказий банк томонидан тижорат банкларига кредит беришнинг ломбард сиёсати, деб ўзгартириш тўғрироқ бўлади. Ушбу амалиёт ўз мазмун ва моҳиятига кўра, Германия тажрибасини ифодалайди.

Фикримизча, ушбу Низомда бир қатор камчиликлар мавжуд. Хусусан, қайта молиялаш кредитлари учун назарда тутилган фоиз ставкаларини тўғри номлаш ва уларга изоҳ бериш. Биринчидан, мавжуд банк қонунчилиги ва монетар сиёсат инструментлари орасида «ўзгармас фоиз ставкаси», «чегирини, яъни дисконт ставкаси» ёки «кимошди савдоси орқали шаклландиган ставка» деган фоиз инструментлари мавжуд эмас. Марказий банк тўғрисидаги қонунчилик асосларида ҳисоб ва судда фоиз ставкалари хусусида сўз юритилсада, уларнинг ҳам аниқ монетар восита (инструмент) эканлигига алоҳида урғу берилмаган. Шу боис, фикримизча, аввало Марказий банк тўғрисидаги қонунга монетар сиёсат инструментларини алоҳида модда сифатида қайд этиб ўтиш мақсадга мувофиқдир. Бунинг учун эса монетар сиёсат инструментлари таркиби, таснифи ва тавсифини яна бир қарра чуқур таҳлил қилган ҳолда аниқлаштириб олиш мақсадга мувофиқдир. Кейин эса ушбу қонунчилик асосларида шакллантирилган монетар сиёсат инструментларини қонун ости меъёрий ҳужжатларида акс эттириш (ўзгартириш ва қўшимчалар киритиш) мақсадга мувофиқдир.

Кейинги асосий камчилик кредитлар ҳажми бўйича чекловларнинг меъёрлаштирилмаганлиги. Хусусан, ўзгармас фоиз ставкаси бўйича бериладиган кредитлар миқдорига (ҳажмига) чеклашлар ўрнатилмаган бўлса, кимошди савдоси орқали бериладиган кредитлар ҳажмига эса чекловлар белгиланиши таъкидланган. Фикримизча, Марказий банк томонидан тижорат

банкларига охириги инстанция сифатида бериладиган кредитлар миқдорига чекловлар, яъни муайян табақалаштирилган миқдорлар бўлиши зарур. Ушбу миқдорлар кредит олувчи субъектларнинг тури, тонфаси, ихтисослиги, йўналиши каби бир қатор мезонлар билан баҳоланиши ва белгиланиши лозим.

Учинчи асосий камчилик қайта молиялаш кредитининг тартиб-таомиллари деярли ёритилмаган. Фикримизча, ушбу Низом талабларини юқоридаги камчиликларни инобатга олган ҳолда янги таҳрирда қабул қилиш мақсадга мувофиқдир.

Дисконт сиёсати бўйича амалга оширилган халқаро тажрибани ўрганиш натижасида қуйидаги ҳулосаларга келиш мумкин:

- дисконт сиёсати (Discount window policy) АҚШ Федерал Заҳира Банки амалиётида анъанавий мустақил монетар инструмент ҳисобланиб, банк-молия ва валюта муносабатлари тизимига бевосита таъсир кўрсатувчи муҳим омил ҳисобланади. Унинг таъсирида иктисодиёт реал секторининг кредит ресурсларига бўлган талабини тижорат банклари орқали оптимал молиялаштиришга, молия бозорининг самарали ишлашини таъминлашга, валюта курси, нарх-наво ва фоиз ставкалари барқарорлигига ҳамда иш ўринларини яратишга бевосита таъсир этиш мумкин;

- бошқа ривожланган давлатлар (Германия, Канада, Швейцария, Япония) банк амалиётида ҳам дисконт инструментидан расмий монетар сиёсат воситаси сифатида узок йиллар кенг фойдаланилган ҳамда унинг таъсирида макроиктисодий мувозанатни таъминлашга ҳаракат қилинган. Халқаро молия тақсимотининг тобора фаоллашуви ва мужассамлашуви ушбу инструментнинг такомиллашуви, бошқа кўринишдаги фоиз ставкаларининг вужудга келишига ҳамда уларнинг ўзаро рақобатлашувида замин яратди. Молия муассасаларининг ресурсларни жалб қилиш, тақсимлаш ва қайта тақсимлаш механизмларини бозор механизмлари сари трансформациялашувига олиб келди;

- халқаро молия бозори тизимининг ривожланиши, капиталлар ҳаракатининг фаоллашуви, риск хавфининг ошиши айрим мамлакатлар амалиётида (Япония амалиёти, 2001 йил) дисконт сиёсати инструментини «муस्ताқил» монетар инструмент сифатида эмас, балки «ёрдамчи» ёки «қўшимча» монетар инструмент сифатида талқин қилишга киришилди. Натижада амалиётда «Complementary lending facility», «Marginal lending facility» каби монетар тушунчалар кириб келди. Моҳияти ва аҳамияти жиҳатидан ушбу тушунчалар, аслида, дисконт сиёсатининг мақсад ва вазифаларини бажаришга қаратилганлиги билан ифодланади;

- фоиз сиёсати йўналишидаги монетар инструментларнинг диверсификация қилиниши ва уларнинг иктисодиётга таъсир даражасини оптималлаштириш монетар сиёсат воситалари юқининг ўзаро самарали тақсимланишида муҳим омил ҳисобланади;

- Ўзбекистон амалиётида монетар сиёсат воситалари ва инструментларининг узок йиллар давомида такомиллаштирилмай

қилинаётганлиги монетар сиёсат юқини бир томонлама самарасиз ҳаракат қилаётганлигини ифодалайди.

Юқоридаги хулосалардан келиб чиққан ҳолда Ўзбекистон шароитида дисконт ва бошқа монетар сиёсат инструментларини қўйидаги йўналишларда такомиллаштириш таклиф этилади.

Биринчидан, АҚШ ФЗТ фаолиятида олиб борилган дисконт сиёсати хусусиятларидан Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг шу йўналишдаги сиёсатини ишлаб чиқиш ва уни жорий қилишда амалий фойдаланиш муайян аҳамиятга эга. Бунда дисконт ставкасини жорий қилиш, ушбу ставкада кредитлаш жараёнини табақалаштириш, таъминотли ва таъминотсиз кредитлар тавсифини аниқлаштириш ҳамда ундан фойдаланишда ҳудудий Марказий банкларга ҳам ваколатлар бериш мақсадга мувофиқдир.

Иккинчидан, АҚШ ва бошқа ривожланган давлатлар тажрибаларини инобатга олган ҳолда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки таркибида «Очик бозор операциялари» кўмитаси фаолиятини ташкил этиш мақсадга мувофиқдир. Ушбу институтнинг асосий монетар инструментлари сифатида очик бозор операциялари ставкаси ёки таргет ҳисоб ставкаси, самарали очик бозор операциялари ставкаси, овернайт ва репо ставкалари роль ўйнаши мумкин. Бундай ёндашув, ўз навбатида, монетар сиёсат инструментлари (воситалари) юқини ўзаро самарали тақсимлаш имкониятини яратади.

Учинчидан, монетар органлар ўртасидаги ўзаро муносабатларни сифат жиҳатидан янги даражага кўтариш мақсадида улар ўртасидаги расмий учрашув ва йиғилишлар жараёнини олдиндан эълон қилиш, уларнинг очиклиги ва шаффофлигини таъминлаш, улар томонидан қабул қилинадиган муҳим қарорларни кенг оммага эълон қилиш тартиб-таомилларини такомиллаштириш лозим.

Тўртинчидан, амалга ошириладиган ўзгаришлар натижасидан келиб чиққан ҳолда амалдаги қонунчилик ҳужжатларига тегишли ўзгариш ва қўшимчалар киритиш ҳамда мақсадга мувофиқдир.

Бешинчидан, Марказий банк томонидан депозит муассасаларини қайта молиялаштириш мақсадида амалиётга қисқа муддатли дисконт ва ҳисоб ставкасини расмий монетар инструмент сифатида жорий қилиш лозим. Бунда дисконт ставкаси охириги инстанциядаги ставка ҳисобланиши, ҳисоб ставкаси эса молия бозоридаги оралик ставка сифатида белгиланиши керак. Ҳисоб ставкаси рискка кўпроқ мойил бўлганлиги (капитал оқимининг спекулятив тавсифга эга эканлигини инобатга олган ҳолда) боис, унинг ставкаси дисконт ставкасидан юқорироқ белгиланиши мумкин. Дисконт ставкаси банклар учун табақалаштирилган ҳолда шакллантирилиши ҳамда рейтинг асосида белгиланиши лозим. Марказий банк томонидан банкларни қайта молиялаш жараёнида гаров таъминоти билан боғлиқ масалалар ҳам такомиллаштирилиши мақсадга мувофиқдир.

Олтинчидан, юқоридаги масалалардан келиб чиққан ҳолда Ўзбекистон Республикасининг «Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тўғрисида»ги

Қонуннинг 16-моддасига (Марказий банк бошқарув таркиби), 17-моддасига (Бошқарувнинг ваколатлари), 18-моддасига (Бошқарувнинг мажлислари), 23-моддасига (Монетар сиёсатнинг асосий йўналишлари), 24-моддасига (Монетар кўрсаткичларнинг мақсадли параметрлари), 25-моддасига (очик бозордаги операциялар), 26-моддасига (Марказий банкнинг ҳисоб операциялари), 27-моддасига (Марказий банк операциялари бўйича фоиз ставкалари), 28-моддасига (Мажбурий резерв талаблари), 30-моддасига (Марказий банкнинг банкларни қайта молиялаш тартиби), 40-моддасига (Валютани тартибга солиш) тегишлича тузатишлар киритиш, шунингдек янги моддалар қўшган ҳолда янгиланган қўмиталар таркиби, уларнинг ваколатлари, вазифалари, ҳуқуқ ва мажбуриятларини белгилаш мақсадга мувофиқдир. Бундан ташқари, тегишли ўзгаришлар Ўзбекистон Республикасининг «Валютани тартибга солиш тўғрисида»ги Қонунига ҳам киритилиши лозим.

Юқоридаги хулоса ва таклифлар валюта сиёсати ҳамда унинг инструментлари билан бевосита ва билвосита боғланган бўлиб, улар пировард натижада валюта курси режимини тўғри танлашга, валюта курсини самарали шакллантиришга, унинг барқарорлигини таъминлашга, банк-молия бозорини ривожлантиришга, ҳисоб-китоблар тизимини такомиллаштиришга, олтин-валюта захираларини кўпайтиришга, миллий валюта харид қобилиятини мустаҳкамлаш ва обьёусини юксалтиришга хизмат қилади.

4.3-§. Инфляцияни таргетлаш режимининг халқаро тажрибаси ва ундан Марказий банк амалиётида фойдаланиш истиқболлари

Ўтган асрнинг 90-йилларидан бошлаб монетар сиёсатни юритишда янгича ёндашув вужудга келиб, у инфляцияни таргетлаш режими (кейинги ўринларда ИТР) дея, эътироф этилди. Ушбу режимни илк бор Янги Зеландия давлати (1989 йил), иккинчи бўлиб Канада (1991 йил), учинчи бўлиб Буюк Британия (1992 йил) давлати ўз амалиётида жорий қилган¹⁹⁹.

ИТР ўз мазмун ва моҳиятига кўра, монетар сиёсатнинг муҳим режимларидан бири бўлиб, нархлар барқарорлигига эришишда унинг мақсадли (таргет) кўрсаткичинини белгилаб олиш ва ушбу кўрсаткични таъминлаш бўйича Марказий банк томонидан амалга ошириладиган комплекс чора-тадбирлар тизимини ифодалайди²⁰⁰.

Таъкидлаш лозимки, ИТРнинг мақсадли кўрсаткичинини белгилаш ҳар бир алоҳида олинган мамлакат учун чуқур макроиктисодий таҳлил жараёнларига асосланишни талаб этади. Ушбу макроиктисодий таҳлил жараёнлари ривожланган давлатларда кўпроқ халқаро молия бозори конъюнктурасида (капитал ҳаракатининг очиклиги шароитида) рўй берадиган ўзгаришлар

¹⁹⁹ Wadsworth A. An international comparison of inflation-targeting frameworks. Reserve Bank of New Zealand Bulletin, Vol. 80, No. 8, August 2017, p. 3.; Reserve Bank of New Zealand Act 1989.pdf

²⁰⁰ Samarina A. and Haan J. Right on target: exploring the factors leading to inflation targeting adoption. Contemporary economic policy, Vol. 32, No. 2, April 2014, p.372; Laurens B., et al. The journey to inflation targeting: Easier said than done. The case for transitional arrangements along the road. IMF working paper. WP/15/136. June 2015. p.28.

Инфляцияни таргетлаш режимини жорий қилиш бўйича талаб
этилаган зарур шарт-шароитлар

Омиллар гуруҳи	Шарт-шароитлар
Биринчи гуруҳ омили институционал мустақиллик	Марказий банк ўз фаолиятида тулиқ ҳуқуқий автономияга эга бўлиши керак ва инфляцияни таргетлаш мақсадига эриш бўлган молиявий ҳамда сисеми босимдан ҳоли бўлиши шарт.
Иккинчи гуруҳ омили техник инфратузилма	Марказий банк инфляцияни прогноزلантириш ва моделлантириш бўйича зарур воситаларга, шу жумладан кен маълумотлар ва ахборотлар базасига эга бўлиши шарт.
Учинчи гуруҳ омили иктисодий тузилма	Нарх-наво сисеми тулиқ эркинлаштирилган бўлиши, иктисодиёт хом-ашё товарлари баҳосига ва валюта курсига ҳаддан ташқари таъсирчан (сенсир) бўлмалиги ҳамда унинг доллрлашуви даражаси энг минимал даражада бўлиши шартлиги.
Тўртинчи гуруҳ омили соғлом молиявий тизим	Молиявий барқарорлик мақсадларига мувофиқ потенциал зиддиятлар энг минимал даражада бўлиши, самарали пул-кредит сисеми амалга ошириш кафолатининг таъминланганлиги, банк тизими соғлом ва барқарор ишлаши ҳамда капитал бозорлари яхши ривожланган бўлиши шарт.

Манба: Batini N., Laxton D. Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets. Central Bank of Chile Working Papers, No.406, October 2005, pp. 20-21.

Россиялик иктисодчи олимлардан С.Моисеев ва Ф.Картаевлар ИТР бўйича бир қатор хорижий иктисодчи олимларнинг изланишларини таҳлил қилиб, уларнинг натижалари бўйича тегишли хулосаларни шакллантиришган (26-иловага қаранг). Картаев иктисодчиларнинг ИТР хусусиятлари бўйича олиб борган изланишларини таҳлил қилар экан, унинг бир муҳим жиҳатига, яъни эълон қилинган куйи чегаралари (пороговая значения)га алоҳида эътибор қаратиб, унинг ривожланган мамлакатларда 1-3% атрофида, ривожланаётган мамлакатларда 1-17%гача бўлиши хусусида маълумот келтириб ўтган²⁰⁵.

Муаллиф мазкур чегараларнинг аҳамияти хақида куйидаги фикр-мулоҳазаларни алоҳида қайд этиб ўтади. Белгиланган чегараларнинг кескин бузилиши иктисодий ўсиш даражасига турлича таъсир кўрсатиб, мақсадли кўрсаткичлардан оғишга сабаб бўлиши мумкинлиги таъкидланади. Шу билан бирга сўнгги йилларда амалга оширилаётган тадқиқотларда куйи чегаранинг мақсадли кўрсаткичларига эмас, балки унга таъсир этувчи омилларга, жумладан институционал омилларга асосий эътибор қаратилаётганлиги хақида фикр-мулоҳазалар билдиради. Шунингдек, муаллиф ушбу режимда валюта курсининг таъсирига ҳам алоҳида эътибор қаратиб, ИТР шароитида валюта курсини бошқариш (тартибга солиш) тартиб-таомили кўпроқ ижобий натижа бериши мумкинлиги тўғрисида хулосага келган.

Моисеев эса ўз изланишларида ИТР амалиётида юз берган ўзгаришлар жараёнини куйидаги омиллар билан изохлашга ҳаракат қилган²⁰⁶:

а) Марказий банк маънасининг кенгайиши (наrx-наво ва молиявий барқарорликни таъминлаш); б) пул агрегатларидан оралиқ мақсад сифатида

фойдаланилиши (пул массасини таргетлаш); в) бир қанча операцион мақсадлар ва инструментларнинг қўлланилиши (овернайт ставкалари ёки манфий ставкалар, валюта интервенциясига эътиборнинг кучайиши); г) иктисодиёт субъектларининг асосий эътибори монетар кўрсаткичлар қўлланмаларига қаратилиши (бир қатор монетар кўрсаткичларнинг мақсадли кўрсаткичлари эълон қилина бошланди – коммуникация самараси); д) монетар органларнинг инфляция кўрсаткичи индексини танлаш билан билан боғлиқ қарашларининг ўзгариши (устворликнинг истеъмол нархлари индекси кўрсаткичидан базавий нархлар индекси кўрсаткичига қаратилиши).

Бундай ўзгаришларнинг юзага келишига асосий омил сифатида валюта курси режимидаги ўзгаришлар, яъни таклиф ва ялпи талаб номуносивлиги, энергия ресурслари нархларининг нобарқарорлиги каби омиллар кўрсатиб ўтилган. Муаллиф юкоридаги фикр-мулоҳазаларга мисол сифатида 2017 йилда Швеция Риксбанки томонидан ИТР мақсадли кўрсаткичи ҳисобланган истеъмол нархлари индексидан (2%) воз кечилганлигини келтириб ўтади. Банк ушбу кўрсаткич таркибидаги ипотека кредити фойз ставкаларининг таъсирини қайта кўриб чиқишни таклиф қилган. Паст ёки манфий фойз ставкалари шароитида ушбу кўрсаткич инфляция кўрсаткичинини сунъий равишда пасайтиришга сабаб бўлаётганлигини таъкидлаган.

ИТР бўйича муносабатларнинг ўзгаришига сабаб бўлган асосий омил сифатида 2008-2009 йилларда юз берган глобал молиявий инқироз келтириб ўтилади. Молия бозори мутахассислар ноль даражадаги инфляция шроитида ИТРнинг самарасиз жараён эканлигига ёки ҳақиқатдаги инфляция кўрсаткичининг мақсадли кўрсаткичдан паст даражада бўлиши иктисодий фаолликка салбий таъсир кўрсатиши мумкинлигига (фойз канали эффекти бўйича) алоҳида эътибор қаратиб, ушбу режимнинг аҳамиятини қайта кўриб чиқиш кераклиги тўғрисида фикр-мулоҳазалар билдирашади. Мана шундай фикр-мулоҳазалардан бири M.Woodford томонидан билдирилган бўлиб, у ИТР ўрнига номинал ЯИМни ёки ЯИМ дефляторини таргетлашни, кичик очик иктисодиёт мамлакатлари учун эса экспорт товарлари нархини таргетлаш бўйича ўз қарашларини билдириб ўтган²⁰⁷.

ИТР тўғрисида бир мунча кенгрок маълумотлар Англия банки мутахассиси G.Hammondнинг «Инфляцияни таргетлаш санъати» деб номланган қўлланмасида²⁰⁸ келтириб ўтилган. У 27 та ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларнинг Марказий банклари томонидан ИТРни жорий қилиш ва унинг ўзига хос хусусиятлари хақида, жумладан, ИТР мазмун ва моҳияти, қарорларни қабул қилиш жараёни, институционал тузилма, ҳисобдорлик, Марказий банкларда қўлланиладиган монетар инструментлар, прогноزلантириш моделлари ва коммуникация стратегиялари ҳамда ИТРга хавф солиши мумкин бўлган муаммолар хусусида қиёсий таҳлиллар келтириб ўтган.

²⁰⁵ Картаев Ф. Полезно ли инфляционное таргетирование для экономического роста? Вопросы экономики. 2017. №2. с.62-74.

²⁰⁶ Моисеев С. Одиесея инфляционного таргетирования : к новым вызовам денежно-кредитной политики. Вопросы экономики. 2017.№10. с.50-70.

²⁰⁷ Woodford M. Inflation targeting: Fix it, don't scrap it. February 26, 2013. pdf.

²⁰⁸ Hammond G. State of the art of inflation targeting. CCBS Handbook, No.29, February 2012. Bank of England. ISSN: 1756-7270 (Online)

Муаллиф ИТРнинг мазмуни ва мохиятини тушуниш бўйича ўзининг қарашларини қуйидагича баён қилган. ИТР – пул-кредит сиёсатининг катъий қоидалар мажмуини эмас, балки муайян чегара доирасидаги (қолип доирасида) чора-тадбирлар мажмуини ифодалайди. Ушбу чегара доирасидаги чора-тадбирларнинг энг муҳим элементлари сифатида қуйидагилар таъкидланади: 1) нархлар барқарорлиги пул-кредит сиёсатининг асосий мақсади сифатида аниқ эътироф этилганлиги; 2) инфляциянинг мақсадли кўрсаткичи кенг оммага эълоп қилинганлиги; 3) пул-кредит сиёсати кутилаётган инфляция даражаси прогнозини ўз ичига олган кенг доирадаги ахборотларга асосланганлиги; 4) шаффофликнинг таъминланганлиги; 5) пул-кредит сиёсати мақсадлари бўйича масъулият механизмларининг самарали тақсимланганлиги шулар жумласидандир.

Шунингдек, муаллиф ушбу элементларнинг асосий устуворликларини монетар сиёсатнинг мақсадли кўрсаткичларини белгилашда, деб ҳисоблайди. Аммо собиқ Англия банки раиси Mervyn King²⁰⁹ бу борада бошқача фикр билдириб, ИТРни иккита элементга ажратади:

1) Инфляциянинг ўрта муддатга белгиланган аниқ мақсадли кўрсаткичини белгилаш.

2) Киска муддатли иқтисодий шокларга жавоб қайтаришга тайёр туриш. Унинг фикрича, ушбу жиҳатлар муайян чегара доирасида бўлиб, бизнес соҳаси учун мўлжал сифатида хизмат қилиши, регулятор учун эса шокли вазиятларга муносиб таъсир этиш ҳисси ҳисобланиши таъкидланади.

Баъзи иқтисодчилар, хусусан A. Carare ва M. Stone лар ИТРни бир нечта турларга ажратган ҳолда ўрганиб, уларни қуйидагича изохлашади. ИТР мақсадли кўрсаткичининг қандай аниқланиши ёки қай даражада бўлиши, уларда қандай инфляция индекси кўрсаткичларидан фойдаланилиши (истеъмом нархлари индекси, саноат маҳсулотлари ишлаб чиқариш индекси, ЯИМ дефлятори ва ҳок.), қандай маълумотлар туридан фойдаланиш, қайси даврларни (қиска, ўрта ёки узок) камраб олиш, жорий ёки базис индекси кўрсаткичларини ёхуд уларнинг нисбий кўрсаткичларини таҳлил қилиш, уларнинг ўсиш (trend) ёки тафовут (gap) кўрсаткичларига эътибор қаратиш каби бир қатор хусусиятлар ҳақида фикр-мулоҳазалар билдиришган²¹⁰.

Хусусан, муаллифлар ИТРни қуйидаги турларга ажратишади:

- Тўлақонли инфляцияни таргетлаш режими (Full-fledged inflation targeting);
- Эклектик (турли тажрибаларга асосланган) инфляцияни таргетлаш режими (Eclectic inflation targeting);
- Юмшоқ инфляцияни таргетлаш режими (Inflation targeting lite).

²⁰⁹ News release: Monetary Policy: practice ahead of theory – speech by Mervyn King. Bank of England, 17 May 2005.

²¹⁰ Carare A. and Stone M. Inflation targeting regimes. IMF Working Paper 03/9. Washington. International Monetary Fund, 2003; Porter N. and Yao Y.J. Inflation Targeting Lite' in Small Open Economies: The Case of Mauritius. IMF Working Paper /05/172. Washington. International Monetary Fund, 2005.; Stone M. Inflation Targeting Lite. IMF Working Paper 03/12. Washington. International Monetary Fund, 2003.

Тўлақонли инфляцияни таргетлаш режими (ТИТР)ни тавлаган мамлакатларда аҳоли ва иқтисодиёт субъектларининг Марказий банкка бўлган ишонччилик даражаси ўртачадан юқорироқ даражада баҳоланганлиги, Марказий банкнинг инфляция мақсадли кўрсаткичини таъминлашга бўлган катъий сайи ҳаракати ва ушбу ҳаракатнинг шаффофлиги (транспарентлиги), кенг омма учун очиклиги ва ҳисобдорлигининг юқори даражада эканлиги ифодаланган. Мана шундай режим остида ўз фаолиятини бошлаган биринчи мамлакат юқорида таъкидланганидек, бу Янги Зеландиядир. 2001 йилга келиб эса ушбу режимга яна олти саноатлашган давлатлар (Австралия, Буюк Британия, Ирландия, Канада, Швеция, Норвегия) ҳамда ўн битта (Бразилия, Венгрия, Исроил, Колумбия, Мексика, Жанубий Корея, Жанубий Африка, Польша, Таиланд, Чехия, Чили) ривожланаётган давлатлар қўшилган²¹¹.

Эклектик инфляцияни таргетлаш режими (ЭИТР) остида бўлган давлатларда ишонччилик мезони жуда юқори даражада бўлиб, инфляциянинг барқарор ва энг паст мақсадли кўрсаткичларига эришилганликни ифодалайди. Улардаги паст ва барқарор инфляция даражаси ҳамда молиявий барқарорлик ишлаб чиқариш ва нархлар барқарорлигини таъминлашга бўлган мослашувчанликка замин яратади. Бундай режимга кўпроқ АҚШ, Буюк Британия, Швейцария, Япония, Европа Марказий банклари фаолияти мос келади.

Юмшоқ инфляцияни таргетлаш режими (ЮИТР) шароитидаги давлатларда (Белорусь, Парагвай, Тунис ва бошқалар) юқоридаги мезонларга жавоб бериш ҳолатлари жуда паст даражада ташкил этилганлиги кайд этилади. Мазкур режим одатда тайёргарлик босқичидаги режим сифатида ҳам эътироф этилади.

Муаллифлар ИТРга ўтишни ўз олдига мақсад қилиб қўйган мамлакатлар учун агар улардаги мавжуд шарт-шароитлар етарли даражада ташкил қилинмаган бўлса, у ҳолда ушбу мамлакатлар ЮИТРни қўллашдан бошлашлари ва босқичма-босқич ЭИТРга ўтишлари ҳақида тавсиялар беришган. Муаллифлар ИТР турларининг иқтисодий таъсир самарасини қуйидагича изохлашади (4.9-жадвал).

4.9-жадвал

Инфляцияни таргетлаш режимларининг турлари ва хусусиятлари

Мезонлар/Режимлар	ТИТР	ЭИТР	ЮИТР
Ишонччилик	Ўрта ва юқори	Юқори	Паст
Инфляциянинг мақсадли кўрсаткичига аниқ ёндашиш	Юқори	Нисбатан паст	Паст
Бошқа мақсадларга мослашувчанлик	Паст	Юқори	Юқори

Манба: Carare A. and Stone M. Inflation targeting regimes. IMF Working Paper 03/9. Washington: International Monetary Fund, 2003. p.21.

Мазкур жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, мезонларнинг амал қилиш хусусияти ИТР турлари бўйича фарқлиниб, уларнинг самараси

²¹¹ Carare A. and Stone M. Inflation targeting regimes. IMF Working Paper 03/9. Washington: International Monetary Fund, 2003. p.3.

инвесторларининг иктисодиёт истикболига бўлган ишончини сақлаб қола олишдир. Қулай давр шароитида капитал чиқиб кетишига бўлган чекловни олиб ташлаш ёки уни минимал даражага тушириш, ёмон даврда эса унинг чиқиб кетишига нисбатан катъий чеклов ўрнатиш ёки уни кучайтириш маҳаллий ва чет эл инвесторларининг иктисодиёт истикболига бўлган ишончини пасайтиради. Капиталнинг чиқиб кетиши билан боғлиқ чекловларни ўрнатиш бир марталик тадбир сифатида эмас, балки мақсадли назоратли шаклда амалга оширилиши кайд этилади.

Шунингдек, муаллифлар ИТРни валюта курсининг қайси режими билан бирга қўллаш бўйича ҳам ўзларининг қарашларини баён қилишган:

1. Инфляцияни таргетлаш ва бошқариладиган сузувчи валюта курси режими. Ушбу жуфтликдаги ёндашув Марказий банкнинг валюта бозорига аралашувини юқориликка қолдириши ва бу ИТР мақсадли кўрсаткичларига салбий таъсир этиши мумкинлиги тўғрисида фикр билдиришади. Бундай ёндашувдан кўпгина ривожланаётган мамлакатлар, жумладан Колумбия, Гана, Индонезия, Руминия, Тайланд каби мамлакатлар фойдаланаётганлиги ва улардаги муаммолар мисол сифатида келтирилган.

2. Инфляцияни таргетлаш ва эркин сузувчи валюта курси режими. Ушбу жуфтликдаги ёндашувда регуляторнинг валюта бозорига аралашуви жуда паст даражада бўлиб, ундан ИХТТ (Иктисодий ҳамкорлик ва тараққиёт ташкилоти)га аъзо бўлган кўплаб ривожланган ва ривожланаётган давлатлар²¹³ фойдаланаётганлиги кайд этилади. Ушбу жуфтлик монетар сиёсатнинг муқобил инструментларидан бири сифатида қаралиб, унда капиталлар ҳаракатининг тўлиқ очиклиги асосий мезон сифатида қаралган. Шу билан бирга бундай ёндашув валюта курсини қутилмаган шоклардан химоя қилишда регулятор учун бир мунча мураккаб вазиятларни юзага келтириб чиқариши тўғрисида ҳам фикрлар баён қилинган.

3. Инфляцияни таргетлаш ва бошқариладиган валюта курси. Бошқариладиган валюта курси молиявий ва институционал тузилмалар фаолияти паст ёки старлича ривожланмаган ҳамда Марказий банкка бўлган ишончининг юқори эмаслиги шароитида номинал «якорь» сифатида ўз аҳамиятига эга бўлиши мумкин. Аммо ташқи савдо алоқалари юқори даражада очик бўлган ривожланаётган давлатлар учун ушбу режим ички макроиктисодий бошқарувни биров мураккаблаштиришга, инвестициялар оқими, иш билан бандлик ва ишлаб чиқариш муносабатларига салбий таъсир кўрсатиш эҳтимолини оширади. Мана шу жиҳатларни инобатга олган ҳолда кўпчилик ривожланаётган мамлакатлар ўзлари учун капиталлар ҳаракатини чеклаш ва валюта курсини турли хил даражада бошқариш мақсадларини белгилайдилар. Аммо айрим давлатлар, хусусан Гон-Конг ва Сингапур давлатлари бундай чекловлардан холи бўлиб, уларнинг ривожланган молия бозорлари, эркин капиталлар ҳаракати мутаносиблиги ва шаффоф монетар сиёсат амалиёти мана шундай хавф-хатарларни силликлаш имкониятини яратади.

4. Сузувчи валюта курси ва монетар агрегатлар таргети. Бу ерда сузувчи валюта курси дейилганда, бошқариладиган сузувчи валюта курси назарда тутилган. Ушбу курс бирор бир катъий валюталар гуруҳига нисбатан олишган бўлиб, улар ҳар бир давлатда фарқлиниши мумкин. Мазкур жуфтлик (сузувчи валюта курси ва монетар агрегатлар таргети) амалиётига Бангладеш, Шриланка, Танзания, Уганда, Замбия каби давлатларни киритиш мумкин. Молия бозори ривожланмаган шароитда монетар агрегатлардан таргет сифатида фойдаланиш бир мунча қулайлик тугдирсада, аммо иктисодий ўсиш суръатлари билан боғлиқ номуносивлик тенденцияси ва иктисодий бекарорлик ҳолатларини (инфляция/дефляция шароитлари) келтириб чиқаришга сабаб бўлиши мумкинлиги таъкидланади. Мана шундай бекарорлик вазиятларни олдини олиш мақсадида кўпчилик ривожланаётган давлатлар ўз оқилларига инфляцияни таргетлаш режимида ўтишни асосий мақсад қилиб қўймоқда. Аммо юқорида кайд этилганидек, улар фаолиятидаги институционал тузилмалар тизими ва техник имкониятларнинг чекланганлиги ёки уларга тайёр эмаслик ҳолатлари ушбу жараёнларни орта кечиктиришга сабаб бўлмоқда.

Юқоридаги фикр-мулоҳазалардан келиб чиққан ҳолда ҳулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, инфляцияни таргетлаш режими пул-кредит сиёсати учун номинал «якорь» вазифасини ўтаса, валюта курси режими эса ушбу йўналишда химоя буфферини вазифасини ўтайди. Ушбу химоя буфферини вазифасини қачон, қандай шароитда ва қайси валюта курси режими таъсирида амалга ошириш ижобий самара беришини аниқ белгилаб олиш ёки уни олдиндан кўра билиш энг муҳим масала ҳисобланади. Буни ҳар бир мамлакат ўзининг мавжуд шарт-шароит ва имкониятларидан келиб чиққан ҳолда ҳал этади.

Иктисодчи олим Andrew Roseнинг фикрича, инфляцияни таргетлаш ва эркин сузувчи валюта курси режими жуфтлиги бошқа муқобил режимларга қараганда мамлакатнинг иктисодий ўсиш суръатлари, нарх-наво ва валюта курси барқарорлигини таъминлашда нисбий устуворликка эгадир. Аммо ушбу режимни узок йиллик тадрижий синовга эга бўлган барқарор режим сифатида катъий тарзда эътироф этишга ҳали эрта эканлигини таъкидлайди²¹⁴.

Юқоридаги фикр-мулоҳазалардан келиб чиққан ҳолда мазкур параграф доирасида қуйидаги ҳулосаларга келиш мумкин: биринчидан, ИТРни жорий қилиш регулятор учун бир қатор зарурий шарт-шароитларни олдиндан амалга оширишни, яъни институционал, техник, иктисодий ва молиявий тузилмаларнинг ушбу режим талабларига мослаштиришни талаб этади; иккинчидан, ИТРнинг мақсадли кўрсаткичлари ва унга таъсир этувчи омилларни аниқлаш ва белгилашда чуқур эконометрик таҳлилларни амалга ошириш, ушбу режимнинг муаммо ва камчиликларини ўрганиш (халқаро тажрибадан келиб чиққан ҳолда), инфляцияга мойиллиги кучли ва кучсиз бўлган омилларни гуруҳлаштириш, уларнинг таъсир юқини ўлчаш,

²¹³ Булар: Австралия, Канада, Янги Зеландия, Мексика, Чехия, Венгрия, Польша, Швейцария каби давлатлар.

²¹⁴ Rose A. A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed. NBER Working Paper No. 12711. November 2006. <http://www.nber.org/papers/w12711.pdf>

ўзгарувчиларни эконометрик моделлаштириш оркали таргет кўрсаткичнинг куйи чегарасини (пороговая значения) белгилаб олиш мақсадга мувофиқдир.

Шунингдек, пул-кредит тизимидаги трансмиссион каналлар механизмини (фониз, валюта, коммуникация каналлари), ресурслар таксимоти механизмини, институционал тузилмалар ҳамда маълумотларни тарқатиш умумий тизимини изчил ривожлантириш ушбу йўналишдаги шарт-шароитларнинг энг муҳим масалаларидан ҳисобланади; учинчидан, ИТР эркин сузувчи валюта курси режимида кўпроқ ижобий самара беришини инобатга олсак, у ҳолда ушбу режимнинг химоя буфери сифатидаги ролини янада ошириш лозим. Хусусан, бу борада валюта бозори инфратузилмасини янада ривожлантириш ва мустаҳкамлашга қаратилган чора-тадбирлар режасини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш лозим; тўртинчидан, халқаро тажрибадан келиб чиққан ҳолда ИТРни жорий қилишда "ЮИТР-ТИТР-ЭИТР" интеграл босқичларидан самарали фойдаланиш мақсадга мувофиқдир.

Тўртинчи боб бўйича хулосалар

1. Амалга оширилган эконометрик таҳлил натижаларига кўра, АҚШ доллари ва Сўм валюта жуфтлиги курсининг тебраниш даражасини нормал таксимот бўйича энг мақбул даражада баҳолай оладиган модель EGARCH (1, 1) моделидир (0.98 коэф.). Унинг альфа ва бетта коэффицентлари йиғиндиси бирга энг яқин бўлган кўрсаткичдир. Бунинг тасдиғини Акаик (AIC), Шварц (SC) ва Ханнан-Куин (HQ) мезонлари кўрсаткичлари яққол тасдиқлаб турибди. Бошқа модел кўрсаткичларига нисбатан энг паст кўрсаткич ушбу моделда ифодаланган бўлиб, улар мос равишда -2.49 (AIC мезони), -2.46 (SC мезони) ва 2.47 (HQ мезони) коэффицентларини ташкил этган.

2. Евро ва Сўм валюта жуфтлигининг курс тебраниш даражасини нормал таксимот бўйича энг оптимал даражада баҳолайдиган модель PARCH (1, 1) моделидир (0.96 коэф.). Ушбу моделдаги Акаик, Шварц ва Ханнан-Куин ахборот мезонларининг кўрсаткичлари мос равишда -2.24, -2.21 ва -2.23 коэффицентини ташкил қилган (энг кичик кўрсаткичлар сифатида). Шу билан бирга таҳлил қилинаётган валюта жуфтлигининг тебраниш даражасини EGARCH (1, 1) модели бўйича ҳам баҳолаш мумкин (0.93 коэф.). Чунки, унинг кўрсаткичлари ҳам бошқа модель кўрсаткичларига нисбатан анча яхши натижаларни кўрсатган.

3. Амалга оширилган эконометрик модель таҳлил натижаларини t-student таксимоти бўйича таҳлил қилиб чиққанда АҚШ доллари ва Сўм валюта жуфтлигининг тебраниш даражасини баҳолайдиган энг оптимал модель PARCH (1, 1) модели эканлигини кўрсатмоқда (0.99 коэф.). Ундаги ахборот мезонлари (Акаик, Шварц ва Ханнан-Куин) энг кичик кўрсаткичлар сифатида баҳоланган. Аммо ушбу таксимотда иккинчи яхши модель сифатида EGARCH (1, 1) модели ҳам ҳисобланмоқда (0.98 коэф.). Евро ва Сўм валюта жуфтлиги курсининг тебраниш даражасини баҳоловчи энг оптимал модель EGARCH (1, 1) модели эканлигини кўрсатди (0.83).

4. Аниқланган мақбул моделлар бўйича АҚШ доллари ва Сўм ҳамда Евро ва Сўм валюта жуфтликлари курсининг қисқа муддатли (2018 йил июлдан – 2019 июлгача) тебраниш даражалари прогноз қилинди. Хусусан, t-студент таксимоти бўйича баҳоланган EGARCH (1, 1) моделига кўра АҚШ доллари ва Сўм валюта жуфтлиги курсининг қисқа муддатли тебраниш прогнози бир йил давомида ўртача 8140 сўмдан 8690 сўм атрофида бўлиши кутилмоқда. Унинг куйи чегарасининг тебраниш прогнози 7750 сўмдан 8170 сўмгача, юқори чегараси эса 8530 сўмдан 9200 сўмгача бўлиши баҳоланмоқда. АҚШ доллари ва Сўм валюта жуфтлиги курсининг тебраниш баҳоланмоқда. АҚШ доллари ва Сўм валюта жуфтлиги курсининг тебраниш прогнозини PARCH (1, 1) модели бўйича баҳолаганимизда эса улар мос равишда 8140 сўмдан 8690 сўмгача (хар иккала моделда бир хил натижа), 7730 сўмдан 8120 сўмгача ҳамда 8550 сўмдан 9260 сўмгача бўлиш эҳтимолини кўрсатмоқда.

5. Евро ва Сўм валюта жуфтлиги курсининг қисқа муддатли истикболдаги тебраниш прогнози EGARCH (1, 1) моделининг t-студент таксимоти бўйича ўртача 8700 сўмдан 9400 сўмгача тебраниши баҳоланмоқда. Унинг куйи чегарасининг тебраниш прогнози 8310 сўмдан 8880 сўмгача, юқори чегараси эса 9100 сўмдан 9920 сўмгача бўлиши кутилмоқда. Мазкур валюта жуфтлигини PARCH (1, 1) модели бўйича баҳолаганимизда эса улар мос равишда 8720 сўмдан 9430 сўмгача, 8270 сўмдан 8790 сўмгача ҳамда 9180 сўмдан 10080 сўмгача бўлиш эҳтимолини кўрсатмоқда.

6. Дисконт сиёсати (Discount window policy) АҚШ Федерал Захира Банки амалиётида анъанавий мустақил монетар инструмент ҳисобланиб, банк-молия ва валюта муносабатлари тизимига бевосита таъсир кўрсатувчи муҳим омил ҳисобланади. Унинг таъсирида иқтисодиёт реал секторининг кредит ресурсларига бўлган талабини самарали ишлашни таъминлашга, молиялаштиришга, молия бозорининг самарали барқарорлиги ҳамда иш валюта курси, нарх-наво ва фониз ставкалари барқарорлиги ҳамда иш ўринларини яратишга бевосита таъсир этиш мумкин. Шунингдек, халқаро ўринларини бозори тизимининг ривожланиши, капиталлар ҳаракатининг молия бозори тизимининг ошиши айрим мамлакатлар амалиётида (Япония фаоллашуви, риск хавфининг ошиши айрим мамлакатлар амалиётида (Япония амалиёти, 2001 йил) дисконт сиёсати инструментини «мустақил» монетар амалиёти, 2001 йил) дисконт сиёсати инструментини «ёрдამчи» ёки «қўшимча» монетар инструмент сифатида эмас, балки «ёрдამчи» ёки «қўшимча» монетар инструмент сифатида қараш эътироф этилди. Натижада амалиётга «Complementary lending facility», «Marginal lending facility» каби монетар тушунчалар кириб келди. Моҳияти ва ахамияти жиҳатидан ушбу тушунчалар, тушунчалар кириб келди. Моҳияти ва ахамияти жиҳатидан ушбу тушунчалар, аслида, дисконт сиёсатининг мақсад ва вазифаларини бажаришга қаратилганлиги билан ифодаланади.

7. Бугунги кунда пул-кредит ва валюта сиёсатини амалга оширишда қўлланилаётган монетар восита ва инструментларнинг юқи нотекис таксимланишга эга. Шу бонс фониз канали билан боғлиқ монетар инструментларнинг турини кенгайтириш (диверсификациялаш) ва уларнинг иқтисодиётга таъсир қўламини мақбуллаштириш монетар сиёсат воситалари юқининг самарали таксимланишида муҳим жиҳатлардан бири ҳисобланади.

Мана шу жихатни инобатга олган ҳолда куйидагилар таклиф этилади: биринчидан, АКШ ФЗТ фаолиятида олиб борилган дисконт сиёсати хусусиятларидан Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг шу йўналишдаги сиёсатини такомиллаштиришда фойдаланиш ўз аҳамиятига эга. Бунда дисконт ставкасини жорий қилиш, ушбу ставкада кредитлар жараёнини табақалаштириш, таъминотли ва таъминотсиз кредитлар тавсифини аниқлаштириш ҳамда ундан фойдаланишда ҳудудий Марказий банклар ваколатини кенгайтириш мақсадга мувофиқдир; иккинчидан, АКШ ва бошқа ривожланган давлатлар тажрибаларини инобатга олган ҳолда «Очик бозор операциялари» кўмитаси фаолиятини ташкил этиш мақсадга мувофиқдир. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тузилмасида «Очик бозор операциялари» кўмитаси асосий фоииз инструментлари сифатида очик бозор операциялари ставкаси (таргет ставка), самарали очик бозор операциялари ставкаси, овернайт ва репо ставкалари ҳисобланиши лозим; учинчидан, Марказий банк томонидан кредит ташкилотларини қайта молиялаштириш мақсадида амалиётга ҳисоб ставкасини жорий қилиш лозим. Бунда ҳисоб ставкаси рискка кўпроқ мойил бўлганлиги боис, унинг ставкаси дисконт ставкасидан юкори бўлиши мақсадга мувофиқдир.

8. Ўзбекистон шароитида инфляция таргетлаш режимига (ИТР) ўтиш регулятор учун бир қатор зарурий шарт-шароитларни олдиндан амалга оширишни талаб этади. Булар: институционал, техник, иктисодий ва молиявий шарт-шароитлардир. ИТРнинг мақсадли кўрсаткичлари ва уларга таъсир этувчи омилларни аниқлаш ва белгилашда чуқур эконометрик таҳлилларни амалга ошириш, инфляцияга мойиллиги кучли ва кучсиз бўлган омилларни гуруҳлаштириш, уларнинг таъсир юкини ўлчаш ва мақсадли (таргет) кўрсаткичнинг куйи чегарасини (пороговая значения) белгилаб олиш мақсадга мувофиқдир. Шунингдек, пул-кредит тизимидаги трансмиссион каналлар механизмини (фоиз, валюта, коммуникация каналлари), ресурслар тақсимоли механизмини, институционал тузилмалар ҳамда маълумотларни тарқатиш умумий тизимини изчил ривожлантириш ушбу йўналишдаги шарт-шароитларнинг энг муҳим масалаларидан ҳисобланади. Халқаро тажрибадан келиб чиққан ҳолда ИТРни жорий қилишда «ЮИТР-ТИТР-ЭИТР» интеграл босқичларидан самарали фойдаланиш мақсадга мувофиқдир.

ХУЛОСА

Диссертация ишида амалга оширилган тадқиқотлар натижасида куйидаги хулосалар ишлаб чиқилди.

1. Валюта сиёсати методологияси тушунчасига Ўзбекистон Республикаси иктисодий адабиётида илк бор илмий таъриф берилди, валюта сиёсати методологияси яхлит тизим сифатида тадқиқ этилди ва унинг концептуал асослари ишлаб чиқилди. Хусусан, унда валюта сиёсатининг мақсад ва вазифалари, функция ва тамойиллари, восита ва механизмлари, йўналишлари ҳамда макроектисодиётга таъсир этишнинг стратегия ва тактикасини қамраб олган «Йўл харитасига» эга бўлиши зарурлиги ёритиб берилди.

2. Илмий-услубий тадқиқотларнинг кўрсатишича, валюта сиёсати ва макроектисодиёти ривожланиш ўртасида бевосита ва билвосита алоқалар мавжуд бўлиб, улар валюта сиёсатининг турли восита, инструмент ва механизмлари таъсирида юз беради. Хусусан, бундай восита, инструмент ва механизмларга валюта курси режими, валюта курси сиёсати, девальвация, интервенция, валюта чекловлари, валюта назорати қабиларни киритиш мумкин. Ушбу восита ва инструментларнинг орасида энг муҳим аҳамиятга эга бўлган воситалар булар валюта курси режими ва валюта курси сиёсатидир. Айнан ушбу воситаларнинг самарали танлови унинг бошқа инструментларининг самарадорлигини белгилаб беради.

3. Ўзбекистон шароитида валюта сиёсатининг макроектисодиётга таъсирини ўрганиш ва таҳлил қилиш бўйича амалга оширилган изланишлар валюта сиёсати методологиясини ўрта муддатли (2017-2021 йиллар) «Йўл харитаси» мўлжалланган ривожланиш концепциясини ҳамда «Йўл харитаси»ни ишлаб чиқишни талаб этади. Ушбу концепция ва «Йўл харитаси»да куйидаги йўналишлар устувор аҳамият касб этиши лозим: а) эркин валюта курси режимига ўтишнинг аниқ мақсадли чора-тадбирларини белгилаш; б) капиталлар ҳаракати бўйича эркин конвертацияни жорий қилиш истиқболлини белгилаш; в) валюта операцияларининг кенгайтирилган ва такомиллаштирилган инфратузилмасини яратиш; г) иктисодиёт субъектларининг ўз валюта бойликларидан мамлакат ичкарисида ва унинг ташқарисида эркин фойдаланиш ҳуқуқини тўлақонли рўёбга чиқариш; д) пул-кредит ва валюта сиёсати инструментларининг коммуникация каналларини такомиллаштириш; е) иктисодиёт субъектларига бериладиган валюта имтиёзлари ва преференциялари тизимини янада оптималлаштириш.

4. Валюта сиёсатининг макроектисодиётга таъсирини ўрганишга бағишланган назарий моделлар орасида Манделл-Флеминг модели бошқа моделларга нисбатан ўзининг устуворлигини намоён этди. Хусусан, ушбу модель валюта сиёсатининг макроектисодиётга таъсири турли хил валюта курси режимлари шароитида, очик ва ёпик иктисодиёт шароитида, пул-кредит ва солиқ-бюджет сиёсати инструментларини самарали қўллаш нуктаи назаридан ўрганган. Шунингдек, мазкур модель кўплаб ривожланган ва

ривожланаётган мамлакатлар амалиётида ҳам кенг фойдаланилган. Шу боис, ушбу моделда келтирилган ёндашувлардан келиб чиққан ҳолда мамлакат валюта сиёсати методологиясини такомиллаштиришда ижодий фойдаланиш мумкин.

5. Валюта курси назариясининг илмий-услубий асослари макбул валюта курсини танлаш, уни шакллантириш ва барқарорлигини таъминлаш каби методологик ёндашувларга асосланади. Мана шундай методологик ёндашувлардан бири Маршалл-Лернер шартидир. Мазкур шарт экспорт ва импорт эластиклик коэффициентларининг йиғиндисини бир коэффициентдан юқори бўлишини ифодалайди. Экспорт эластиклигининг ушбу коэффициентдан паст бўлиши девальвация сиёсатининг самарасиз эканлигидан далolat бериши таъкидланади.

6. Валюта курсининг шаклланишига бир қатор монетар тавсифдаги моделлар ҳам ўз таъсирини ўтказади. Хусусан, бу борада олиб борилган тадқиқот натижалари Монетар, Дорнбуш ва Манделл-Флеминг моделларини ўзбекистон шароити учун бир мунча мос келадиган моделлар сифатида кўрсатди. Ушбу моделларни модификация қилиш орқали валюта курси барқарорлигига самарали таъсир кўрсатиш мумкин. Ушбу моделларнинг таъсир самарадорлиги катъий ва эркин валюта курси режими шароитларида турлича аҳамият касб этади. Катъий валюта курси режими шароитида оқилона девальвация сиёсати ҳамда монетар агрегатларни таргетлаш режимининг таъсири сезиларли роль ўйнаса, эркин валюта курси режими шароитида макбул интервенция сиёсати ҳамда инфляция таргетлаш режими муҳим аҳамият касб этади. Бошқача айтганда, эркин валюта курси режими шароитида инфляцияни таргетлаш пул массасини назорат қилишни (фонз ва кредит каналлари орқали), пул массасини назорат қилиш валюта курсини назорат қилишни (депозит ва валюта каналлари орқали), валюта курсини назорат қилиш эса пулнинг нисбий харид қобилиятини (паритет канали орқали) назорат қилишга имконият яратади.

7. Валюта сиёсати методологиясини такомиллаштиришга оид қонунчилик асослари охириги йилларда ўзининг «турғунлик» ҳолатида бўлиб, уларда қайд этилган норма ва талаблар янги давр ўзгаришлари талабларига мос келмаяпти. Хусусан, амалдаги қонунчилик асосларида валюта сиёсати ва валюта муносабатлари билан боғлиқ асосий тушунча ва тамойиллар, валютани тартибга солиш ва валюта назоратига оид ҳуқуқлар, валюта операцияларини амалга ошириш бўйича валюта чекловларини қўллаш ҳуқуқлари, резидентлар ва норезидентлар ўртасидаги валюта операцияларини аниқлаштириш, валюта курсини ўрнатиш каби масалаларда бир қатор муаммолар мавжуд. Ушбу муаммоларни самарали ҳал этиш мақсадида юқоридаги таҳлил натижаларини инобатга олган ҳолда амалдаги «Валютани тартибга солиш тўғрисида»ги, «Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тўғрисида»ги ҳамда «Банк ва банклар фаолияти тўғрисида»ги қонунларни янги таҳрирда қабул қилиш ҳамда бошқа ҳуқуқий-меъёрий ҳужжатларга тегишли ўзгартиришлар киритиш мақсадга мувофиқдир.

8. Тадқиқот натижалари Ўзбекистон шароитида амалга оширилган «узлуксиз» девальвация сиёсатининг аксарият ҳолларда самарасиз эканлигини кўрсатди. Хусусан, 1997-2001 йилларда амалга оширилган девальвация натижасида (ўртача 57%) экспорт операцияларининг реал эффектив айирбошлаш курсига нисбатан эластиклик кўрсаткичлари минус 0.03 коэффициентни ташкил қилди, яъни ноэластик эканлигини кўрсатди. 2002-2006 йилларда ушбу кўрсаткич 0.4 коэффициентни (ўртача йиллик девальвация 25.8%), 2007-2011 йилларда 1.5 коэффициентни (ўртача йиллик девальвация 7.1%), 2012-2016 йилларда эса 0.2 коэффициентни ташкил қилган.

9. Амалга оширилган изланишлар «узлуксиз» девальвация сиёсати амалиётини такомиллаштириш заруриятини кўрсатди. Мана шу мақсадда тадқиқот ишида валюта курсини шакллантиришнинг янги методологик ёндашуви ишлаб чиқилди. Хусусан, валюта курсини шакллантиришда экспорт ва импорт алоқаларининг реал самарали айирбошлаш курсига нисбатан эластиклик кўрсаткичларидан фойдаланиш методологияси таклиф этилди. Таклиф этилган ушбу методологияга асосан валюта курсини шакллантиришнинг сценарий вариантларидан иборат прогноз кўрсаткичлари ишлаб чиқилди. Биринчи сценарий вариантга кўра, валюта курсининг 2019 йилдаги прогноз кўрсаткичининг юқори чегараси 20657 сўм, қуйи чегараси 8612 сўм ва ўрта чегараси эса 14634 сўм атрофида бўлиши прогноз қилинди. Ушбу кўрсаткич 2020 йил учун мос равишда 23879 сўм, 16730 сўм ва 9582 сўм атрофида бўлиши прогноз қилинган. Иккинчи сценарий вариантга кўра, валюта курси 2019 йилда мос равишда 22166 сўм, 15543 сўм ва 8921 сўмни; 2020 йилда мос равишда 27625 сўм, 19050 сўм ва 8921 сўм атрофида бўлиши прогноз қилинган. Агар Марказий банк мазкур жараёнда юзага келадиган ички ва ташқи омилларга ўз вақтида эътибор қаратиб, уларнинг иқтисодий таъсирини олдини олиш бўйича тегишли чоралар кўрмаса, валюта курси энг юқори чегара доирасигача кўтарилиши мумкин.

10. Иқтисодийнинг пулга бўлган талаб ва таклифини мувозанатлаштириш пул-кредит сиёсатининг энг муҳим устувор вазифаларидан бири ҳисобланади. Бундай мувозанатга эришиш монетар воситаларининг тури, шакли, сони, таъсир доираси ва самарадорлик кўрсаткичларига бевосита боғлиқдир. Олиб борилган таҳлиллар шуни кўрсатдики, мавжуд пул-кредит сиёсати индикаторлари ўртасида айрим номутаносибликлар мавжуд бўлиб, уларни олдини олиш мақсадида қуйидаги таклифлар ишлаб чиқилди: а) мавжуд пул-кредит ва валюта сиёсати инструментларини такомиллаштириш ҳисобидан пул мультипликаторини фаоллаштириш; б) иқтисодий таъсирини реал ЯИМ ҳажмининг ўсиш суръати ва инфляция кўрсаткичидан келиб чиққан ҳолда М.Фридман назарияси бўйича амалга ошириш; в) микро ва макро иқтисодий нуктан назаридан пул айланиш тезлигини мувофиқлаштириш; г) амалиётга янги турдаги фонд бозори инструментларини (ҳисоб ставкаси, самарали фонд бозори ставкаси, таргет ставка ва ҳок.) жорий қилиш.

11. Таддикот ишида Марказий банкнинг расмий ҳафталик шаклландиган номинал валюта айирбошлаш курсининг 2000 йил 1 январдан 2018 йиллар 17 июлгача бўлган даврдаги тебраниш даражаси ҳамда унинг келгуси йил учун қисқа муддатли прогноз кўрсаткичлари ARCH ва GARCH моделлари асосида эконометрик таҳлил қилинган. Таҳлил натижаларига кўра, АКШ доллари ва Сўм валюта жуфтлиги курсининг тебраниш даражасини t-student тақсимоти бўйича энг мақбул даражада баҳолай оладиган PARCH (1, 1) модели эканлиги маълум бўлди. Унинг альфа ва бетта коэффициентлари йиғиндиси 0.99 коэффициентни ташкил этди. Евро ва Сўм валюта жуфтлигининг курс тебраниш даражасини t-student тақсимот бўйича баҳолайдиган энг оптимал модель эса EGARCH (1, 1) моделидир. Унинг альфа ва бетта коэффициентлари йиғиндиси 0.83 коэффициентни ташкил қилди.

12. Мазкур моделлар асосида АКШ доллари ва Сўм ҳамда Евро ва Сўм валюта жуфтликлари курсининг қисқа муддатли прогноз кўрсаткичлари ишлаб чиқилди. Хусусан, t-студент тақсимоти бўйича баҳоланган EGARCH (1, 1) моделининг прогнози АКШ доллари ва Сўм валюта жуфтлиги курсининг ўрта чегарасини 8140 сўмдан 8690 сўм атрофида тебранишини кўрсатмоқда. Унинг қуйи чегараси 7750 сўмдан 8170 сўмгача, юқори чегараси эса 8530 сўмдан 9200 сўмгача бўлиши баҳоланган. Ушбу валюта жуфтлигини PARCH (1, 1) модели бўйича прогноз қилганимизда, улар мос равишда 8140 сўмдан 8690 сўмгача (ҳар иккала моделда бир хил натижа), 7730 сўмдан 8120 сўмгача ҳамда 8550 сўмдан 9260 сўмгача бўлиш эҳтимолини кўрсатмоқда. Евро ва Сўм валюта жуфтлиги курсининг EGARCH (1, 1) моделининг t-студент тақсимоти бўйича ўртача чегараси 8700 сўмдан 9400 сўмгача, қуйи чегараси 8310 сўмдан 8880 сўмгача, юқори чегараси эса 9100 сўмдан 9920 сўмгача тебраниши баҳоланган. Мазкур валюта жуфтлигини PARCH (1, 1) модели бўйича прогнози эса мос равишда 8720 сўмдан 9430 сўмгача, 8270 сўмдан 8790 сўмгача ҳамда 9180 сўмдан 10080 сўмгача бўлиш эҳтимолини кўрсатмоқда.

13. Валюта бозори инфраструктурасининг шаффоф эмаслиги ва замонавий механизмлар таъсирида ҳаракат қилмаслиги унда иштирок этувчи субъектларнинг, жумладан аҳолининг ушбу бозор фаолиятига оид ахборотларни қабул қилиш, қайта ишлаш ва унга таъсир этиш имкониятларини чекламоқда. Хусусан, валюта бозорида регулятор томонидан стерилизация қилинадиган интервенциянинг портфеллик, сигналлик ва мувофиқлик каналларининг таъсир доираси сезилмайди. Ушбу каналларнинг валюта бозорига бўлган таъсир самарадорлигини ошириш мақсадида қуйидаги чора-тадбирларни амалга ошириш лозим: портфеллик, сигналлик ва мувофиқлик каналларини пул-кредит ва валюта сиёсатининг бошқа инструментлари билан мувофиқлаштириш; ахборотлар алмашинуви ва очиклигини таъминлаш (коммуникация канали); прогноз қилинаётган муҳим фундаментал макроиктисодий кўрсаткичларнинг ишончилигини ошириш;

регуляторнинг фонд ва валюта бозорига таъсир этиш репутациясини кучайтириш.

14. Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлигида 2011 йил 23 февралда 2201-сон билан рўйхатга олинган «Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан тижорат банкларига қайта молиялаш кредитларини бериш тартиби тўғрисида»ги Низомни қайта кўриб чиқиш ва уни янги таҳрирда қабул қилиш мақсадга мувофиқдир. Хусусан, мазкур Низомда қайта молиялаш ва ломбард кредитларини беришда ишлатилаётган фоиз ставкаларини (ўзгармас фоиз ставкаси, четгириш ставкаси ва кимошди савдоси орқали шаклландиган ставка) қайта таҳрирлаш лозим. Чунки, монетар сиёсатда бундай номдаги фоиз инструментларининг ўзи мавжуд эмас. Шунингдек, Марказий банк тўғрисидаги қонунчилик асосларида ҳисоб ва судда фоиз ставкалари хусусида сўз юритилсада, уларнинг ҳам аниқ монетар инструмент сифатидаги роли очиб берилмаган. Шу боис, фикримизча, Марказий банк тўғрисидаги қонуннинг янги таҳририни ишлаб чиқишда монетар сиёсат инструментларининг сони ва турларини алоҳида моддаларда кўрсатиб ўтиш мақсадга мувофиқдир. Ушбу Низомдаги кейинги асосий камчилик кредитлар хажми бўйича чекловларнинг меъёрлаштирилмаганлигидир. Хусусан, ўзгармас фоиз ставкаси бўйича бериладиган кредитлар хажмига чеклашлар ўрнатилмаган бўлса, кимошди савдоси орқали бериладиган кредитлар хажмига эса чекловлар ўрнатилган. Фикримизча, Марказий банк томонидан тижорат банкларига охириги инстанция сифатида бериладиган кредитлар миқдорига чекловлар, яъни муайян табақалаштирилган миқдорлар бўлиши зарур. Ушбу миқдорлар кредит олувчи субъектларнинг тури, тонфаси, ихтисослиги, йўналиши каби бир қатор мезонлар билан баҳоланиши ва белгиланиши лозим.

15. Бугунги кунда пул-кредит ва валюта сиёсатини амалга оширишда қўлланилаётган монетар воситаларнинг юки нотекис тақсимланишга эга. Шу боис фоиз сиёсати билан боғлиқ монетар инструментларнинг турини кенгайтириш (диверсификациялаш) ва уларнинг иктисодиётга таъсир қўламини мақбуллаштириш монетар сиёсат воситалари юкининг самарали тақсимланишида муҳим жихатлардан бири ҳисобланади. Мана шу жихатни инобатга олган ҳолда қуйидагилар тақлиф этилади: биринчидан, Марказий банкнинг мустақил пул-кредит инструменти сифатида роль ўйнайдиган дисконт ва ҳисоб ставкаларини жорий қилиш, ушбу ставкалар асосида депозит муассасаларини қайта кредитлаш амалиётини такомиллаштириш ҳамда ундан фойдаланишда ҳудудий Марказий банклар ваколатини кенгайтириш; иккинчидан, ривожланган давлатлар тажрибаларини инобатга олган ҳолда Марказий банки тузилмасида «Очик бозор операциялари» кўмитаси фаолиятини ташкил этиш мақсадга мувофиқдир. Бунда ушбу кўмитанинг асосий фоиз инструментлари сифатида очик бозор операциялари ставкаси (таргет ставка), самарали очик бозор операциялари ставкаси, овернайт ва репо ставкалари ҳисобланиши лозим.

терроризмни молиялаштиришга қарши курашиш тўғрисида”ги Қонуни. ЎЗР. 26.08.2004 й. ЎРҚ-660-II-сон Қонуни билан тасдиқланган.

1.15. Ўзбекистон Республикасининг 2007 йил 25 декабрдаги ЎРҚ-136-сонли Қонуни билан тасдиқланган Ўзбекистон Республикаси Солиқ кодекси.

1.16. Ўзбекистон Республикасининг 2008 йил 22 июлдаги ЎРҚ-163-сонли “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги Қонуни. Янги таҳрири ЎЗР 03.06.2015 й. ЎРҚ-387-сон Қонуни билан тасдиқланган.

1.17. Ўзбекистон Республикасининг 2013 йил 26 декабрдаги ЎРҚ-360-сонли Қонуни билан тасдиқланган Ўзбекистон Республикасининг Бюджет кодекси.

1.18. Ўзбекистон Республикасининг 2016 йил 20 январдаги ЎРҚ-400-сонли Қонуни билан тасдиқланган Ўзбекистон Республикасининг Божхона кодекси.

1.19. Федеральный Закон “О валютном регулировании и валютном контроле” Российской Федерации от 10.12.2003г. №173-ФЗ. // <http://zakonbase.ru>

1.20. Закон Республики Казахстан “О валютном регулировании и валютном контроле” (с изменениями и дополнениями по состоянию на 02.07.2018 г.) от 02.07.2018г. №168-VI. // <http://online.zakon.kz>

1.21. Regulations on the Foreign Exchange System of the People's Republic of China. Decree No 532 of the State Council of the People's Republic of China. Issued on 5th August, 2008. // <http://pbc.cn/English/137733/2830262/index.html>

1.22. Foreign Exchange Transactions Act of the Republic of Korea. Amended by Act No. 9374, Jan. 30, 2009. // <http://moleg.go.kr/English/korLawE>

1.23. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1993 йил 31 июлдаги ПФ-635-сонли “Хорижий валютада солиқ бўлмаган давлат тўловларини олиш ва тақсимлаш тартиби тўғрисида”ги Фармони.

1.24. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1994 йил 20 апрелдаги “Экспорт-импорт операциялари бўйича валюта назоратини таъминлаш чора-тадбирлари тўғрисида”ги ПФ-837-сонли Фармони.

1.25. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1994 йил 16 июндаги ПФ-870-сонли “Ўзбекистон Республикасининг миллий валютасини муомалага киритиш тўғрисида”ги Фармони.

1.26. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1994 йил 17 июндаги ПФ-872-сонли “Қорхоналар экспорт фаолиятини кенгайтиришни рағбатлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги Фармони.

1.27. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1995 йил 11 апрелдаги “Экспорт-импорт операцияларини тартиблаш бўйича қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги Фармони.

1.28. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1995 йил 27 июндаги УП-1193-сонли “Ўзбекистон Республикаси миллий валютасининг ички конвертирланишини янада кенгайтириш бўйича чора-тадбирлар тўғрисида”ги Фармони.

1.29. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1996 йил 20 мартдаги ПФ-1411-сонли “Экспорт маҳсулотлари ишлаб чиқарувчи қорхоналарни рағбатлантиришнинг қўшимча чора-тадбирлари тўғрисида”ги Фармони.

1.30. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1996 йил 24 октябрдаги ПФ-1601-сонли “Республикада нақд чет эл валютаси муомаласини тартибга солиш чора-тадбирлари тўғрисида”ги Фармони.

1.31. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1997 йил 26 августдаги ПФ-1831-сонли “Хорижий инвестициялар иштирокидаги қорхоналар томонидан ишлаб чиқарилаётган маҳсулотларни экспорт қилишни рағбатлантиришнинг қўшимча чора-тадбирлари тўғрисида”ги Фармони.

1.32. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1998 йил 20 мартдаги ПФ-1979-сонли “Жисмоний шахслар томонидан нақд хорижий валюталарни олиб кириш ва олиб чиқишни тартибга солиш бўйича чора-тадбирлари тўғрисида”ги Фармони.

1.33. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1998 йил 1 июлдаги ПФ-2010-сонли “Биржадан ташқари валюта бозорини янада эркинлаштириш ва ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги Фармони.

1.34. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1998 йил 23 сентябрдаги ПФ-2079-сонли “Жисмоний шахсларнинг хорижий валютадаги омонатларини рағбатлантириш бўйича чора-тадбирлар тўғрисида”ги Фармони.

1.35. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1998 йил 18 февралдаги ПФ-1930-сонли “Импорт операцияларини тартибга солишнинг қўшимча чора-тадбирлари тўғрисида”ги Фармони.

1.36. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1998 йил 25 декабрдаги 2160-сонли “Алоҳида тур истеъмол маҳсулотларини республикага олиб кириш ва олиб чиқишни тартибга солишнинг қўшимча чора-тадбирлари тўғрисида”ги Фармони.

1.37. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2001 йил 19 июндаги ПФ-2887-сонли “Жисмоний шахсларнинг нақд хорижий валютани олиб келиши ва олиб чиқиб кетишини тартибга солиш чора-тадбирлари тўғрисида” Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1998 йил 20 мартдаги ПФ-1979-сон Фармонига ўзгартиришлар киритиш ҳақида”ги Фармони.

1.38. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2002 йил 27 июндаги ПФ-3093-сонли “Ўзбекистон Республикаси ҳисоб палатасини ташкил этиш тўғрисида”ги Фармони.

1.39. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2002 йил 27 июндаги ПФ-3099-сонли “Ўзбекистон Республикасида нақд хорижий валюта муомаласини тартибга солиш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги Фармони.

1.40. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2010 йил 2 апрелдаги ПФ-4211-сонли “Ўзбекистон Республикаси Президентининг айрим қонун

хужжатларига ўзгартириш ва қўшимчалар киритиш, шунингдек баъзиларини ўз кучини йўқотган деб ҳисоблаш тўғрисида”ги Фармони.

1.41. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли “Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаркатлар стратегияси тўғрисида”ги Фармони.

1.42. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 2 сентябрдаги ПФ-5177-сонли “Валюта сиёсатини либераллаштириш бўйича биринчи навбатдаги чора-тадбирлар тўғрисида”ги Фармони.

1.43. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 13 сентябрдаги ПҚ-3272-сонли “Пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги Фармони.

1.44. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 9 январдаги ПФ-5296-сонли “Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг фаолиятини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги Фармони.

1.45. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2006 йил 21 апрелдаги ПҚ-331-сонли “Молия-иктисодий, солиқ соҳасидаги жиноятларга, жинорий фаолиятдан олинган даромадларни легаллаштиришга қарши курашишни кучайтириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги Қарори.

1.46. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2007 йил 7 ноябрдаги “Банк тизимини янада ривожлантириш ва бўш пул маблағларини банк айланмасига жалб этиш чора-тадбирлари тўғрисида”ги ПҚ-726-сонли Қарори.

1.47. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2007 йил 12 декабрдаги ПҚ-744-сонли “Ўзбекистон Республикасининг 2008 йилги асосий макроектисодий кўрсаткичлари ва давлат бюджети параметрлари тўғрисида”ги Қарори.

1.48. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2013 йил 30 январдаги ПҚ-1914-сонли “Жисмоний шахсларга хорижий валютани сотиш тартибини янада либераллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги Қарори.

1.49. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2016 йил 7 апрелдаги ПҚ-2515-сонли “Янги ва қайта ишланган мева-сабзавот маҳсулотларини экспорт килувчи ихтисослаштирилган “Ўзагроэксспорт” ташки савдо компаниясини ташкил этиш тўғрисида”ги Қарори.

1.50. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2016 йил 19 сентябрдаги ПҚ-2603-сонли “Мева-сабзавот, узум ва полиз маҳсулотларини экспорт килишни рағбатлантиришга доир қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги Қарори.

1.51. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 4 сентябрдаги ПҚ-3253-сонли “Валюта бозорини либераллаштириш шароитида иктисодиётнинг базавий тармоқларини давлат томонидан қўллаб-қувватлашнинг биринчи гадаги чора-тадбирлари тўғрисида”ги Қарори.

1.52. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 12 сентябрдаги ПҚ-3270-сонли “Республика банк тизими барқарорлигини янада ошириш ва ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги Қарори.

1.53. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 13 сентябрдаги ПҚ-3272-сон “Пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги Қарори.

1.54. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 17 октябрдаги ПҚ-3333-сон “Капиталнинг ҳаракати билан боғлиқ валюта операцияларини тартибга солиш қўшимча чора-тадбирлари тўғрисида”ги Қарори.

1.55. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 23 мартдаги ПҚ-3620-сонли “Банк хизматлари оммабоплигини ошириш бўйича қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги Қарори.

1.56. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2013 йил 29 мартдаги 91-сонли “Ўзбекистон Республикаси ҳукуматининг айрим қарорларига ўзгартиришлар киритиш, шунингдек баъзиларини ўз кучини йўқотган деб ҳисоблаш тўғрисида”ги Қарори.

1.57. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1993 йил 26 апрелдаги 191-сонли “Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Давлат солиқ бош бошқармаси таркибида валюта гушумларини назорат қилиш бўйича махсус бўлинмалар ташкил этиш тўғрисида”ги Қарори.

1.58. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1993 йил 25 майдаги 251-сонли “Ўзбекистон Республикаси ҳудудида валютани тартибга солиш тўғрисида”ги Қарори.

1.59. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси 1994 йил 3 январдаги “Ўзбекистон Республикасининг экспорт имкониятларини оширишни янада рағбатлантириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги Қарори.

1.60. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1994 йил 11 апрелдаги 195-сонли “Пул муомласини мустаҳкамлаш ва “сўм-купон”нинг харид қобилиятини ошириш бўйича кечиктириб бўлмайдиган чора-тадбирлар тўғрисида”ги Қарори.

1.61. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1994 йил 20 июлдаги 307-сонли “Ўзбекистон Республикасининг миллий валютасини жорий этишга оид ташкилий чора-тадбирлар тўғрисида”ги Қарори.

1.62. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг ички эркин июлдаги “Ўзбекистон Республикаси миллий валютасининг 379-сонли алмашинувини таъминлашга оид чора-тадбирлар тўғрисида”ги Қарори.

1.63. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1996 йил 31 октябрдаги 376-сонли “Республикада нақд хорижий валютанинг муомалада бўлишини тартибга солиш чора-тадбирларини амалга ошириш тўғрисида”ги Қарори.

1.64. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1994 йил 7 октябрдаги 499-сонли “Ўзбекистон Республикасида валюта бозорини ривожлантиришнинг қўшимча чора-тадбирлари тўғрисида”ги Қарори.

1.65. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1996 йил 13 мартдаги 95-сонли “Ташки савдо операцияларини амалга оширишда хорижий

валютадаги маблағлардан фойдаланиш бўйича назоратни кучайтириш чора-тадбирлари тўғрисида"ги Қарори.

1.66. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1996 йил 19 ноябрдаги 405-сонли "Халқ истеъмол молларини импорт қилишда марказлашган валюта ресурсларидан фойдаланиш самарадорлигини ошириш тўғрисида"ги Қарори.

1.67. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1997 йил 17 июндаги 310-сонли "Ўзбекистон Республикаси ҳукуматининг айрим қарорларига ўзгартиришлар киритиш тўғрисида"ги Қарори.

1.68. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2000 йил 29 июндаги 245-сонли "Биржадан ташқари валюта бозорини янада ривожлантириш ва мустаҳкамлаш чора-тадбирлари тўғрисида"ги Қарори.

1.69. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 1999 йил 15 апрелдаги 174-сонли "Биржа ва ярмарка савдосининг самарадорлигини оширишга доир чора-тадбирлар тўғрисида"ги Қарори.

1.70. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2000 йил 30 июндаги 250-сонли "Валюта бозорини янада эркинлаштириш ва валюта алмаштириш операцияларини кенгайтиришга доир чора-тадбирлар тўғрисида"ги Қарори.

1.71. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 22 июндаги 263-сонли "Валюта бозорини янада эркинлаштириш чора-тадбирлари тўғрисида"ги Қарори.

1.72. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 10 июлдаги 294-сонли "Биржадан ташқари валюта бозори фаолиятини ташкил этиш чора-тадбирлари тўғрисида"ги Қарори.

1.73. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 18 июлдаги 305-сонли "Биржадан ташқари валюта бозорини эркинлаштиришга доир чора-тадбирлар тўғрисида"ги Қарори.

1.74. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 25 октябрдаги 422-сонли "Ички валюта бозорида айирбошлаш курсларини унификациялаш чора-тадбирлари тўғрисида"ги Қарори.

1.75. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2002 йил 12 июлдаги 247-сонли "Биржадан ташқари валюта бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида"ги Қарори.

1.76. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2002 йил 6 майдаги 154-сонли "Жисмоний шахслар томонидан Ўзбекистон Республикаси ҳудудига товарлар олиб келинишини тартибга солиш тўғрисида"ги Қарори.

1.77. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2002 йил 19 июлдаги 257-сонли "Республикага истеъмол товарлари ноқонуний олиб келиниши ва сотилишининг олдини олиш чора-тадбирлари тўғрисида"ги Қарори.

1.78. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2002 йил 21 ноябрдаги 403-сонли "Вазирлар Маҳкамасининг "Республикага истеъмол товарлари ноқонуний олиб келиниши ва сотилишининг олдини олиш чора-

тадбирлари тўғрисида"ги 2002 йил 19 июлдаги 257-сон қарорига ўзгартиришлар киритиш ҳақида" 2002 йил 20 сентябрдаги 327-сон қарорига ўзгартириш киритиш тўғрисида"ги Қарори.

1.79. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 11 июндаги 260-сонли "Валюта бозорини янада эркинлаштириш ва алмаштириш курсларини бирхиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида"ги Қарори.

1.80. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 16 июлдаги 317-сонли "Ички валюта бозорини янада эркинлаштириш чора-тадбирлари тўғрисида"ги Қарори.

1.81. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 15 августдаги 355-сонли "Ташқи иқтисодий фаолиятни амалга оширишда валюта операцияларини эркинлаштириш чора-тадбирлари тўғрисида"ги Қарори.

1.82. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 1 октябрдаги 420-сонли «Валюта операцияларини янада эркинлаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Қарори.

1.83. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2004 йил 25 февралдаги 86-сонли "Ўзбекистон Республикасининг нақд миллий валютасини олиб кириш ва олиб чиқишни тартибга солиш чора-тадбирлари тўғрисида"ги Қарори.

1.84. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2013 йил 21 октябрдаги 285-сонли "Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг "Биржадан ташқари валюта бозорини янада ривожлантириш ва мустаҳкамлаш чора-тадбирлари тўғрисида" 2000 йил 29 июндаги 245-сонли қарорига ўзгартиришлар киритиш ҳақида"ги Қарори.

1.85. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2014 йил 5 майдаги 114-сонли "Ўзбекистон Республикаси Халқ таълими вазирлиги ҳузуридаги Болалар спортини ривожлантириш жамғармасининг валюта маблағларини жалб этган ҳолда болалар спорти учун махсулотлар ишлаб чиқарувчи корхоналарни янада ривожлантириш ва модернизация қилиш чора-тадбирлари тўғрисида"ги Қарори.

1.86. Каримов И.А. Ўзбекистон-бозор муносабатларига ўтишнинг ўзига хос йўли. – Т.: "Ўзбекистон", 1993.

1.87. Каримов И.А. Ўзбекистон иқтисодий ислохотларни чуқурлаштириш йўлида. – Т.: "Ўзбекистон", 1995.

1.88. Каримов И.А. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари. – Т.: "Ўзбекистон", 2009.

1.89. Каримов И.А. Мамлакатимизда демократик ислохотларни янада чуқурлаштириш ва фуқаролик жамиятини ривожлантириш концепцияси: Ўзбекистон Республикаси Олий Мажлиси Қонунчилик палатаси ва Сенатининг кўшма мажлисидаги маъруза. 2010 йил 12 ноябрь. – Т.: "Ўзбекистон", 2010.

1.90. Каримов И.А. Бош мақсадимиз – иқтисодиётимизда олиб бораётган ислохотларни ва таркибий ўзгаришларни кескин чуқурлаштириш,

хусусий мулкчилик, кичик бизнес ва тадбиркорликка кенг йўл очиб беришдир. -Т.: "Ўзбекистон", 2016.

1.91. Ўзбекистон Республикаси Президенти Н.А.Каримовнинг мамлакатни 2015 йилда ижтимоий-иқтисодий ривожлантириш яқунлари ва 2016 йилга мўлжалланган иқтисодий дастурнинг энг муҳим устувор йўналишларига бағишланган Вазирлар Маҳкамаси йиғилишидаги маърузаси. <http://uz.uz/uz/politics/zbekiston-respublikasi-prezidenti-islom-karimovning-mamlakat-16-01-2016>.

1.92. Ўзбекистон Республикаси Президенти Ш.Мирзиёевнинг Олий Мажлисга Мурожаатномаси. 22 декабрь 2017 йил. <http://uz.uz/uz/documents/o'zbekiston-respublikasi-prezidenti-shavkat-mirziyevning-oliy-22-12-2017>.

II. Монография, илмий мақола, патент, илмий тўнламлар

- 2.1. Almekinders G. Foreign Exchange Intervention: Theory and Evidence. Edward Elgar Pub. 1995. 225p.
- 2.2. Alba J.D., Park D. An empirical investigation of purchasing power parity (PPP) for Turkey. *Journal of Policy Modeling*, 27, 2005. pp. 989-1000.
- 2.3. Allen H., Taylor M. Charts, noise and fundamentals in the London foreign exchange market. *The Economic Journal*, vol., 100, issue 400, Conference papers, 1990. pp. 49-59.
- 2.4. Allen P.R., Kenen P.B. Asset Markets, Exchange Rates, and Economic Integration: A Synthesis (Cambridge: Cambridge University Press). 1980.
- 2.5. Arabi K.A. Estimation of Exchange Rate Volatility via GARCH Model Case Study Sudan (1978 - 2009). *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 4, No. 11. 2012. pp. 183-192.
- 2.6. Aisen A. Money-Based Versus Exchange-Rate-Based Stabilization: Is There Space for Political Opportunism? IMF WP/04/94. 2004 pp. 1-35.
- 2.7. Apte P., Kane M. and Sercu P. Relative PPP in the Medium Run. *Journal of International money and finance*, Vol. 13, No 5, 1994. pp.602-622.
- 2.8. Babula A., Otker-Robe I. The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from de-facto policies. IMF WP/02/155. 2002. p. 45.
- 2.9. Balassa B. The Purchasing Power Doctrine: A Reappraisal. *Journal of Political Economy*, 72. 1964. pp. 584-596.
- 2.10. Ball L.M., Sheridan N. Does Inflation Targeting Matter? December. 2004. 250p.
- 2.11. Batini N., Laxton D. Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets. Central Bank of Chile Working Papers. No.406. October 2005.
- 2.12. Blanchard O. Comments on Inflation targeting in transition economies: Experience and prospects. By Jiri Jonas and Frederic Mishkin. April 2003.
- 2.13. Bordo M. Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective. NBER Working Paper No. 9654. 2003.
- 2.14. Black S. The Effects of Alternative Intervention Policies on the Variability of Exchange Rates: the Harrod Effect. In *Exchange Rate Management*

under Uncertainty, ed. Bhandari J.S., Cambridge MA and London: MIT Press. 1985.

2.15. Branson W. The Minimum Covered Interest Differential Needed for International Arbitrage Activity. *Journal of Political Economy*, vol., 77, 1969. pp.1028-1035.

2.16. Branson W. Asset Markets and Relative Prices in Exchange Rate Determination. *Sozialwissenschaftliche Annalen*, Band 1. 1977.

2.17. Branson, W. A Model of Exchange-Rate Determination with Policy Reaction: Evidence from Monthly Data. NBER Working Paper No. 1135. 1983. pp.1-35. Available at: <http://www.nber.org/papers/w1135.pdf>

2.18. Branson, W., Henderson, D. The Specification and Influence of Asset Markets. In *Handbook of International Economics*, vol. 2, eds. Jones R.W., Kenen P.B., Amsterdam: North-Holland. 1985. pp. 749-805.

2.19. Bollerslev T. Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity. *Journal of Econometrics* 31. 1986. pp. 307 - 327.

2.20. Bollerslev T. ARCH Models (with Robert F. Engle and Daniel B. Nelson), in *Handbook of Econometrics*, Vol.IV (eds. Robert F. Engle and Daniel McFadden). Amsterdam: Elsevier Science B.V., 1994.

2.21. Bollerslev T. ARCH and GARCH Models (with Torben G. Andersen), in *Encyclopedia of Statistical Sciences Vol.II*(eds. Samuel Kotz, Campbell B. Read and David L. Banks). New York: John Wiley and Sons Inc., 1998.

2.22. Carare A. and Stone M. Inflation targeting regimes. IMF Working Paper 03/9. Washington: International Monetary Fund, 2003. p. 3.

2.23. Cassel G. Money and foreign exchange after 1914. London: Constable, 1922.

2.24. Corden M. Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes. Cambridge, 2004.

2.25. Calvo G., Reinhart C. Fear of floating. National Bureau of Economic Research, USA, 2000.

2.26. Çağlayan E., Un T., Dayıoğlu T. Modeling Exchange Rate Volatility in MIST Countries. *International Journal of Business and Social Science*. Vol. 4, No. 12. 2013. pp. 47-59.

2.27. Choudhry T. Purchasing Power Parity in high-inflation Eastern European countries: evidence from fractional and Harris-Inder cointegration tests. *Journal of Macroeconomics*, 21:2. 1999. pp. 293-308.

2.28. Cheung Y.W., Chinn M., Fujii E. Market Structure and the Persistence of Sectoral Real Exchange Rates. *International Journal of Finance and Economics*. 6:2, 2001. pp. 95-114.

2.29. Dickey D., Fuller W. Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Econometrica Journal* 49. 1981. pp. 1057 - 1072.

2.30. Dornbusch R., Fischer S. Exchange Rates and the Current Account. *American Economic Review*, vol., 70, 1980. pp. 960-971.

- 2.31. Dornbusch R. Exchange rates and prices. *American Economic Review*, vol., 77(1), 1987. pp. 93-106.
- 2.32. Dornbusch, R. Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy*, vol. 84, Dec. 1976. pp. 1161-1176.
- 2.33. Dornbusch R. Devaluation, money and nontraded goods. *The American economic review*, volume 63, issue 5. 1973. pp.871-880.
- 2.34. Dooley M., Isard P. The portfolio-balance model of exchange rates and some structural estimates of the risk premium. *IMF Staff Papers* 30 (December), 1983. pp. 683-702.
- 2.35. Edwards S., Yeyati E.L. Flexible exchange rates as stock absorbers. NBER, USA, 2003.
- 2.36. Engle, R.F. Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation. *Econometrica* 50 (4). 1982. pp. 987 - 1008.
- 2.37. Engel Ch., Frankel J. Why money announcements move interest rates: an answer from the foreign exchange market. NBER Working Paper Series. Working Paper No. 10149. 1982. pp. 1-29 (<http://www.nber.org/papers/w10149.pdf>).
- 2.38. Engel Ch. Real exchange rates and relative prices: in empirical investigation. *Journal of Monetary Economics*, vol., 32 (1), 1993. pp. 35-50.
- 2.39. Evans M.D., Lyons R.K. Order Flow and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy*, vol., 110, 2002. pp. 170-180.
- 2.40. Fischer S. Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? // *Journal of Economic Perspectives*. 2001, Vol. 50, №2. pp. 3-24.
- 2.41. Fleming J. Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates. *International Monetary Fund Staff Papers* 9, 1962. pp. 369-79.
- 2.42. Fridman M. A Monetary History of the United States, 1867-1960, with Anna J. Schwartz, 1963.
- 2.43. Fridman M. The Role of Monetary Policy. 1968.
- 2.44. Friedman M. The theoretical framework for monetary analysis. *New York* 1971, 49p.
- 2.45. Frankel J.A. A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects and Empirical Evidence. *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 78, No. 2, Proceedings of a Conference on Flexible Exchange Rates and Stabilization Policy (Jun., 1976), pp. 200-224.
- 2.46. Frankel J., Rose A. An Estimate of the Effect of Common Currencies on Trade and Income. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, issue 2. 2002. pp. 437-466.
- 2.47. Frankel J. A. No single currency regime is right for all countries at all times. NBER Working paper series, 7338. 1999.
- 2.48. Froot K.A., Rogoff K. The EMS, the EMU, and the Transition to a common Currency. In *National Bureau of Economic Research macroeconomics* 1991. Eds.; Stanley Fisher and Oliver Blanchard. Cambridge, MA: MIT Press, 1991. pp. 269-317.
- 2.49. Froot K.A., Rogoff K. Perspectives on PPP and Long-Run Real Exchange Rates. In *Handbook of International Economics*. G. Grossman and K. Rogoff, eds. Amsterdam: North Holland, 1995. pp. 1647-688.
- 2.50. Flood M. Microstructure Theory and the Foreign Exchange Market. *Federal Reserve Bank of St.Louis Quarterly Review*, November/December, 1991. pp.52-70.
- 2.51. Genberg H. Purchasing Power Parity under Fixed and Flexible Exchange Rates. Vol., 8, 1978. pp.247-276.
- 2.52. Giovannini A. Exchange rates and traded goods prices. *Journal of International Economics*, vol. 24, 1988. Issue 1-2, pp. 45-68.
- 2.53. Ghosh A., et all. Exchange Rate Regimes: Classification and Consequences, p.7. 1995.
- 2.54. Glosten L., Jagannathan R., Runkle D. On the relationship between the Expected Value and the Volatility of the Nominal Excess Return on Stocks. *Journal of Finance* 48. 1993. pp. 1779 - 1802.
- 2.55. Gregorio J.D., Wolf H.C. Terms of Trade, Productivity, and the Real Exchange Rate. NBER working paper series, No 4807, 1994.
- 2.56. Grauwe P., Grimaldi M. The exchange rate in a behavioral finance framework, Princeton University Press. *International Review of Economics & Finance*. Volume 16, Issue 2, 2007. pp. 300-302.
- 2.57. Gonçalves C.E, Salles J.M. Inflation targeting in emerging economies: What do the data say? *Journal of Development Economics* 85 (2008) pp. 312-318.
- 2.58. Habermeier K., et all. Revised System for the Classification of Exchange Rate Arrangements. *IMF Working Paper*, WP/09/211. 2009.
- 2.59. Holmes M.J. (2001). New Evidence on Real Exchange Rate Stationarity and Purchasing Power Parity in Less Developed Countries. *Journal of Macroeconomics*, 23, 4, pp.601-614.
- 2.60. Hamann A.J. Exchange-rate-based stabilization: a critical look at the stylized facts. *IMF*, 2001.
- 2.61. Hammond G., Kanbur R., and Prasad E. Monetary policy challenges for emerging market economies. *Global economy and development*. Working paper No.36. August 2009. pp. 1-28.
- 2.62. Hammond G. State of the art of inflation targeting. *CCBS Handbook*. No.29, February 2012. Bank of England. ISSN: 1756-7270 (Online).
- 2.63. Humpage O. U.S. Intervention: Assessing the Probability of Success. *Journal of Money, Credit and Banking* 31(4), 1999. pp.731-47.
- 2.64. Isard P. How Far Can We Push the "Law of One Price"? *The American Economic Review*, Vol. 67, No. 5, 1977. pp. 942-948.
- 2.65. Isard P. Exchange Rate Determination: A Survey of Popular Views and Recent Models. *Princeton Studies in International Finance*, No 42 (Princeton, NJ: Princeton University Department of Economics, International Finance Section). 1978.

- 2.66. Isard P. Factors Determining Exchange Rates: The Roles of Relative Price Levels, Balances of Payments, Interest Rates and Risk. BIS Working Paper No. 4. 1980. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=868887>
- 2.67. Isard P. An Accounting Framework and Some Issues for Modeling How Exchange Rates Respond to the News. National Bureau of Economic Research. 1983. p.1-49. Available at: <http://www.nber.org/chapters/c11376.pdf>
- 2.68. Ize A., Parrado E. Dollarization, monetary policy, and the pass-through. IMF, 2002.
- 2.69. Ishiyama Y. The theory of Optimum Currency Areas: A Survey. IMF/343.
- 2.70. Kasman B. A comparison of monetary policy operating procedures in six industrial countries. FRBNY. Quarterly Review/Summer 1992. p. 24.
- 2.71. Keynes J. A. Tract on monetary reform. 1924.
- 2.72. Keynes J. A. Treatise of Money. 1931.
- 2.73. Kouri, P.J.K. The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and in the Long Run: A Monetary Approach. The Scandinavian Journal of Economics, Vol. 78, No. 2, Proceedings of a Conference on Flexible Exchange Rates and Stabilization Policy (Jun., 1976), pp. 280-304.
- 2.74. Kouri P.J.K., Porter M.G. International Capital Flows and Portfolio Equilibrium. Journal of Political Economy, vol 82, issue 3. 1974. p. 443-467.
- 2.75. Krugman P. Currency crises. University of Chicago press, 2000.
- 2.76. Krugman P. Pricing to market when the exchange rate changes. In Sven W. Arndt and J. David Richardson, eds., Real-financial linkages among open economies. Cambridge, MA: MIT Press, pp. 49-70.
- 2.77. Kyle A.S. Continuous Auctions and Insider Trading. Econometrica, vol. 53, No 6, 1985. pp. 1315-1336.
- 2.78. Lerner A. Money as a creature of the state. 1947.
- 2.79. Lyons R.K. Tests of Microstructural Hypotheses in the Foreign Exchange Market. Journal of Financial Economics, Elsevier, vol., 39(2-3), 1995. pp. 321-351.
- 2.80. Lyons R.K. The Microstructure Approach to Exchange Rates (Cambridge, MA:MIT Press). 2001.
- 2.81. MacDonald R. Exchange Rate Economics: Theories and Evidence. Second edition. Routledge, Taylor & Francis Group, New York. 2007. 440 p.
- 2.82. MacDonald R. Floating Exchange Rates: Theories and Evidence (London: UnwinHyman). 1988a.
- 2.83. MacDonald R. Purchasing Power Parity: Some Long Run Evidence from the Recent Float. The Economist, vol., 136, 1988b. pp. 239-252.
- 2.84. Masson P. Monetary and exchange rate policy of transitional economies of Central and Eastern Europe after the launch of EMU. IMF Policy discussion paper, 1999.
- 2.85. Marshall A. Money, Credit and Commerce. 1922.
- 2.86. Machlup F. International payments, debts, and gold. - London: George Allen & Unwin, 1966. pp. 7-50.
- 2.87. Mishkin F.S., Savastano M.A. Monetary policy strategies for Latin America. Journal of Development Economics. Vol. 66 2001. pp. 415-444.
- 2.88. Montes M. The currency crisis in South Asia. Singapore «Institute of Southeast Asia studies» 1998.
- 2.89. Mundell R. A Theory of Optimum Currency Areas. The American Economic Review, Vol. 51, No. 4 (Sep., 1961), pp. 657-665. <http://www.jstor.org/stable/1812792>.
- 2.90. Mundell R. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. Canadian Journal of Economics and Political Science, vol., 29, 1963. pp. 475-485.
- 2.91. Mundell R. The International Monetary System: Conflict and Reform. 1965.
- 2.92. Mundell R. Monetary Theory: Interest, Inflation and Growth in the World Economy. 1971.
- 2.93. Mundell R. The European monetary system 50 years after Bretton Woods: a comparison between two systems. Columbia University, 1994.
- 2.94. Mussa M. The exchange rate, the balance of payments, and monetary and fiscal policy under a regime of controlled floating. Scandinavian Journal of Economics, vol., 78, 1976. pp. 229-248.
- 2.95. Mussa M. The role of official intervention. Group of Thirty Occasional Paper No. 6 (Washington: Group of Thirty). 1981.
- 2.96. Mussa M. A Model of Exchange Rate Dynamics. Journal of Political Economy, vol., 90, 1982. pp.74-104.
- 2.97. McKinnon R., Oates W.E. The Implication of International Economic Integration for Monetary, Fiscal and Exchange-Rate Policy. Princeton Studies in International Finance, No 16. 1966.
- 2.98. Nelson D. Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach. Econometrica 59 (2). 1991. pp. 347-370.
- 2.99. Neely Ch. A Foreign Exchange Intervention in an Era of Restraint. Federal Reserve Bank of St.Louis Review. September/October 2011. pp. 303-324.
- 2.100. Ngowani A. RMB Exchange Rate Volatility and its Impact on FDI in Emerging Market Economies: The Case of Zambia. International Journal of Business and Social Science. Vol. 3, No. 19. 2012. pp. 9-15.
- 2.101. Olowe R. Modeling Naira/Dollar exchange rate volatility: Application of GARCH and asymmetric models. International Journal of Business Research Papers. Vol. 5, No. 3. 2009. pp. 378-398.
- 2.102. Obstfeld M., Rogoff K. The Mirage of Fixed Exchange Rates. Journal of Economic Perspectives, vol. 9, no. 4, Fall 1995. pp. 73-96.
- 2.103. Porter N. and Yao Y.J. Inflation Targeting Lite' in Small Open Economies: The Case of Mauritius. IMF Working Paper /05/172. Washington: International Monetary Fund, 2005.
- 2.104. Poirson H. How do countries choose their exchange rate regime? IMF, 2001.

- 2.105. Reitz S., Taylor M. The coordination channel of foreign exchange intervention: a nonlinear micro structural analysis. Discussion Paper Series 1: Economic Studies No 08/2006. Available at: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/19636/1/200608dkp.pdf>
- 2.106. Reinhart C., Rogoff K. The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation/NBER Working Paper 8963. Cambridge, Mass., 2002. p. 104.
- 2.107. Rivlin, A. Comment on U.S. Monetary Policy in the 1990s. In American Economic Policy in the 1990s, edited by N.G. Mankiw, J. Frankel, and P.R. Orzag. Cambridge, Mass.: MIT Press. 2002.
- 2.108. Rogoff K., etl. Exchange rate volatility and productivity growth: the role of financial development. NBER, 2006.
- 2.109. Sager M.J., Taylor M.P. Under the Microscope: The Structure of the Foreign Exchange Market. International Journal of Finance and Economics, vol., 11, 2006. pp. 81-95.
- 2.110. Samarina A. and Haan J. Right on target: exploring the factors leading to inflation targeting adoption. Contemporary economic policy. Vol. 32, No. 2, April 2014. p.372;
- 2.111. Samuelson P. A. Theoretical Notes on Trade Problems. Review of Economics and Statistics. 46:2. 1964. pp. 145-154.
- 2.112. Sercu P., Uppal R., and Cynthia Van Hulle. The Exchange Rate in the Presence of Transaction Costs: Implications for Tests of Purchasing Power Parity. The Journal of Finance, vol. 50, No 4, pp. 1309-1319.
- 2.113. Sohmen E. The Theory of Forward Exchange. Princeton studies in international finance. No 17, Princeton, New Jersey, USA. 1967. 47 p
- 2.114. Shleifer A., Vishny R.W. The Limits of Arbitrage. The Journal of Finance, vol., 52, issue 1, 1997. pp. 35-55.
- 2.115. Stone M. Inflation Targeting Lite. IMF Working Paper 03/12. Washington: International Monetary Fund, 2003.
- 2.116. Swan T. Economic growth and capital accumulation. Economic Record (Wiley) 32 (2). November, 1956. pp. 334-361.
- 2.117. Swan P. Trevor Winchester Swan AOANU Inaugural Trevor Swan Distinguished Lecture. 23rd of May 2006.
- 2.118. Taylor A., Taylor M. The Purchasing Power Parity Debate. Journal of Economic Perspectives, Vol. 18, No 4, 2004. pp. 135-158.
- 2.119. Taylor M. The Economics of Exchange Rates. Journal of Economic Literature, vol., 33:1, 1995. pp. 13-47.
- 2.120. Taylor M., Allen H. The Use of Technical Analysis in the Foreign Exchange Market. Journal of International Money and Finance, vol. 11, issue 3. 1992. pp. 304-314.
- 2.121. Taylor, S. Modeling Financial Time Series. New York: John Wiley & Sons. 1986.

- 2.122. Taylor D. Official Intervention in the Foreign Exchange Market, or Bet against the Central Bank. – Journal of Political Economy, vol. 90, issue 2. 1982. pp. 356-368.
- 2.123. Tinbergen J. Statistical testing of business cycle theories. 1939.
- 2.124. Ullah S., Haider S., Azim P. Impact of Exchange Rate Volatility on Foreign Direct Investment: A Case Study of Pakistan. Pakistan Economic and Social Review. Vol. 50, No.2. 2012. pp. 121-138.
- 2.125. Vitale P. Sterilized Central Bank Intervention in the Foreign Exchange Market. Journal of International Economics, vol. 49, issue 2. 1999. p. 245-267.
- 2.126. Walsh C. E. Inflation Targeting: what we have learned? Journal of International Finance 12:2, 2009. pp. 195-233.
- 2.127. Wadsworth A. An international comparison of inflation-targeting frameworks. Reserve Bank of New Zealand Bulletin, Vol. 80, No. 8, August 2017. p. 3.
- 2.128. Woodford M. Inflation targeting: Fix it, don't scrap it. February 26, 2013.
- 2.129. Wickens M. Macroeconomic Theory: A Dynamic General Equilibrium Approach. Second edition. Princeton University Press; Princeton and Oxford. Princeton, New Jersey, USA. 2008. 589 p.
- 2.130. Zakoian, J.M. Threshold Heteroskedastic Models. Journal of Economic Dynamics and control. 18. 1994. pp. 931 - 944.
- 2.131. Абдуллаева Ш.З. Халқаро валюта кредит муносабатлари. Дарслик. Тошкент "Iqtisod-Moliya". 2005. –Б. 588.
- 2.132. Абулқосимов Х. Макроиктисодий тартибга солиш ва Ўзбекистоннинг барқарор ривожланиши. Монография. Т.: Akademiya, 2011. –Б. 188.
- 2.133. Абалкин Л.И. Денежная масса, совокупный спрос и золото-валютные резервы // Деньги и кредит. –М., №7. 2001.
- 2.134. Антонов В.А. Мировая валютная система и международные расчеты. М.: "ТЕИС"– 2000. 10 стр.
- 2.135. Бекмуродов А. ва б. Ўзбекистон иктисодиёти либераллаштириш йилларида. 1-5-кисмлар. – Т.: 2005. –Б. 310.
- 2.136. Божечкова А.В., Трунин П.В. Обзор основных моделей Обзор основных моделей обменного курса и анализ возможностей их применения в российских условиях. Москва, 2013. 86 стр.
- 2.137. Борисов С.М. Валютная сфера тоже нуждается в реформе // Деньги и кредит. –М., №5. 2002.
- 2.138. Бобокулов Т.И. Миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш: муаммолар ва счимлар. Т.: «Fan va texnologiya», 2007 й. 184 б.
- 2.139. Бурлачков В.К. Современные проблемы теории валютного курса. Вопросы экономики №3, 2002.
- 2.140. Беркинов Б. Давлатнинг макроиктисодий сиёсати. Т.: «Akademiya», 2007. 198 б.

- 2.141. Бердиназаров З.У. Валюта сиёсати методологиясини такомиллаштиришнинг назарий ва амалий асослари. Монография. –Т.: «Инновацион ривожланиш нашриёт матбаа уйи», 2018. –Б. 250.
- 2.142. Бердиназаров З.У. Валюта муносабатларини такомиллаштириш масалалари. Монография. –Т.: «Moliya-iqtisod», 2006 йил. Б. 155.
- 2.143. Инклюзивный и устойчивый экономический рост: актуальные вопросы [текст]: Учебное пособие (коллективная) / Ред.сов. Т.Ш.Шодиев и др. - Т.: ИПТД имени Чулпана, 2017. С. 408.
- 2.144. Berdinazarov Z. Modeling exchange rate volatility of Uzbek Sum by using ARCH family models // International Journal of Economics, Commerce and Management. Vol. VI, Issue 11, November 2018. ISSN (online): 2348 0386. United Kingdom. P. 23-40. <http://ijecm.co.uk/> Impact factor (2017): 5.313.
- 2.145. Бердиназаров З. Миллий валюта «Сўм»нинг курс тебранишларини ARCH ва GARCH оиласи моделлари бўйича баҳолаш ва прогнозлаштириш // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар илмий электрон журнали. - Т., 2018. №5. –Б. 1-16.
- 2.146. Бердиназаров З. Инфляцион таргетлаш режимининг назарий жиҳатлари // Бозор, пул ва кредит. - Т., 2018. №5. –Б. 15-21.
- 2.147. Бердиназаров З. АҚШ Федерал Захира тизимида дисконт сиёсатининг ўрни ва ахамияти: мутахассислар учун мушоҳада // Бозор, пул ва кредит. - Т., 2018. №3. –Б. 34-39.
- 2.148. Berdinazarov Z. Impact of the devaluation policy on macroeconomic indicators // South Asian Journal of Marketing & Management Research. Vol. 8, Issue 2, March 2018, p.4. 2249-877X (reprint).
- 2.149. Бердиназаров З. Инфляцион таргетлаш режимининг назарий жиҳатлари // Иқтисодиёт ва таълим. - Т., 2018. №3. –Б. 154-159.
- 2.150. Бердиназаров З. Дисконт сиёсатининг халқаро тажрибаси ва ундан Ўзбекистон шароитида фойдаланиш // Иқтисодиёт ва таълим. - Т., 2018. №1. –Б. 167-175.
- 2.151. Бердиназаров З. Миллий валюта девальвацияси услубиётини такомиллаштириш масалалари // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар илмий электрон журнали. - Т., 2017. №5.
- 2.152. Бердиназаров З. Валюта курси режимининг таснифлари, таҳлиллари ва уларни такомиллаштириш масалалари // Иқтисодиёт ва таълим. - Т., 2017. №5. –Б. 166-177.
- 2.153. Бердиназаров З. Валюта курси режими таснифлари, таҳлиллари ва уларни такомиллаштириш масалалари // Халқаро молия ва ҳисоб илмий электрон журнал. - Т., 2017. №5.
- 2.154. Бердиназаров З. Валюта курси шаклланиш моделлари ва улардан Ўзбекистон шароитида фойдаланиш масалалари // Иқтисодиёт ва таълим. - Т., 2017. №4. –Б. 147-159.
- 2.155. Berdinazarov Z. Devaluation issue: How to develop its methodology in case of Uzbekistan // Journal of Management Value and Ethics (A Quarterly

publication of GMA). Oct.-Dec. 2017. Vol. 7, No4. p. 28-50. ISSN (online): 2249-9512.

- 2.156. Бердиназаров З. Влияние инструмента девальвации на макроэкономические показатели страны // Экономический анализ: теория и практика. -М., Т.16. вып. 9, сентябрь 2017. –С. 1708-1738. ISSN (online): 2311-8725.
- 2.157. Бердиназаров З. Девальвация сиёсатининг макроиктисодий кўрсаткичларга таъсири ва уни такомиллаштириш масалалари // Жамият ва бошқарув. - Т., 2017. №2. –Б. 117-129.
- 2.158. Бердиназаров З. Девальвация воситасининг макроиктисодий кўрсаткичларга таъсири ва уни такомиллаштириш масалалари // Молия ва банк иши илмий электрон журнал. – Т., 2017. №7. –Б. 42-63. ISSN (online): 2181-8495.
- 2.159. Бердиназаров З. Пул таклифининг мамлакат иқтисодиётига таъсир самарадорлиги // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар илмий электрон журнали. –Т., 2017. №3.
- 2.160. Бердиназаров З. Ўзбекистон амалиётида макроиктисодий мувозанат таҳлили // Иқтисодиёт ва таълим. – Т., 2016. №5. –Б. 122-127.
- 2.161. Бердиназаров З. Инвестиция сиёсати ва таркибий ўзгаришлар стратегиясининг устувор йўналишлари // O'zbekiston iqtisodiy axborotnomasi. – Т., 2016. №2. –Б. 62-64.
- 2.162. Бердиназаров З. Молиявий ресурсларни бошқаришда валюта операцияларининг ахамияти // Bozor, pul va kredit. – Т., 2016. №7. –Б. 55-58.
- 2.163. Бердиназаров З. Иқтисодий ислохотлар бозор механизмлари сари такомиллаштириш зарур // Bozor, pul va kredit. – Т., 2015. №5. –Б. 18-21.
- 2.164. Бердиназаров З. Мамлакатда валюта курси барқарорлигини таъминлаш кулай инвестиция мухитининг зарурий шартидир. Материалы респуб. науч. конф. «Улучшение инвестиционного климата страны – главный фактор привлечения иностранных инвестиций в экономику Узбекистана». УМЭД. Ташкент, 22 ноября 2018 г.
- 2.165. Бердиназаров З. Тижорат банклари амалиётида валюта курси risksи тебранишларини эконометрик баҳолаш ва прогнозлаштириш. «Ўзбекистоннинг жаҳон молия бозорига интеграциялашувчи: инновациялар трансфери, халқаро стандартлар, рейтинглар ва индекслар» мавзусидаги республика илмий-амалий конференцияси материаллари тўплами. Т., БФА. 2018 йил 16 ноябрь.
- 2.166. Berdinazarov Z. Modeling and forecasting exchange rate volatility by using ARCH family models. Материалы X Форума Экономистов. Механизмы и пути формирования инновационной экономики в свете реализации Стратегии действий по приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах. –Т.: ИПМИ, 26 октября 2018 г. стр. 43-52.
- 2.167. Бердиназаров З. Совершенствование методологии определения уровня девальвации национальной валюты «Сума». XVIII международная научная конференция по тематике «Проблемы прогнозирования и

государственного регулирования социально-экономического развития». В трех томах. Том 3. НИЭИ Министерства экономики Республики Беларусь. Минск (Беларусь). 19-20 октября 2017. С.156-157.

2.168. Бердиназаров З. Молиявий муносабатларда пул-кредит механизмини такомиллаштириш масалалари. «Иктисодиётда таркибий ўзгаришларни чуқурлаштиришда давлат молиясини ислох қилишнинг устувор йўналишлари» мавзусидаги халқаро илмий-амалий конференцияси мақолалар тўплами. Т.: ДБА. 2017 йил 12 апрель. –Б. 344-349.

2.169. Бердиназаров З. Девальвация сиёсати методологиясини такомиллаштириш масалалари. «Иктисодиётни барқарор ривожланишини таъминловчи ички имкониятларни аниқлаш ва захираларни сафарбар қилишнинг илмий-методик асослари» мавзусидаги илмий мақолалар тўплами. 2-қисм. – Т.: ТДИУ. 2017. –Б. 29-34.

2.170. Бердиназаров З. Мамлакат экспорт салоҳиятини оширишда девальвация сиёсатини такомиллаштириш масалалари. «Ўзбекистон Республикаси экспорт салоҳияти: зарур шароитлар ва ўсиш имкониятлари» мавзусидаги республика илмий-амалий конференцияси материаллари. –Т.: БМА, 2017 йил 5 май. –Б.50-53.

2.171. Бердиназаров З. Сокращение уровня долларизации экономики: международный опыт и выводы для Узбекистана. Материалы VIII Форума Экономистов. Совершенствование мер и механизмов по укреплению макроэкономической стабильности, обеспечению устойчивого развития и повышению конкурентоспособности национальной экономики. –Т.: IFMR, 2016. С.70-75.

2.172. Бердиназаров З. Иктисодиётни инновацион ривожлантиришда валюта ресурсларидан оқилона фойдаланиш масалалари. «Миллий иктисодиётни модернизациялаш ва таркибий ўзгаришларни амалга оширишнинг жаҳон тажрибаси ва ундан Ўзбекистон амалиётида фойдаланиш имкониятлари» мавзусидаги республика илмий-амалий конференцияси. –Т.: ЎЗМУ. 2016 йил 19 ноябрь. –Б.172-174.

2.173. Бердиназаров З. Дальнейшее совершенствование механизмов влияния торговой и валютной политики в развитие внешнеэкономической деятельности. XVII международная научная конференция по тематике «Проблемы прогнозирования и государственного регулирования социально-экономического развития: обеспечение устойчивого экономического роста в условиях внешних вызовов». В трех томах. Том 2. НИЭИ Министерства экономики Республики Беларусь. Минск (Беларусь), 20-21 октября 2016г. С.18-19.

2.174. Бердиназаров З. Жисмоний шахсларнинг чет эл валюта маблағларидан самарали фойдаланиш масалалари. «Мамлакатни модернизациялаш шароитида Ўзбекистон иктисодиётини бошқаришнинг долзарб муаммолари» мавзусидаги республика илмий-амалий конференцияси материаллари тўплами. 2-қисм.Т.: ЎЗМУ. 2016 йил 26 октябрь. –Б. 165-166.

2.175. Бердиназаров З. Макроиктисодиётда корпоратив бошқарув тизимининг усул ва воситалари. «Иктисодиётда корпоратив бошқарув тизимини ривожлантириш ва инвестицион муҳит жозибadorлигини оширишнинг долзарб масалалари» мавзусидаги халқаро илмий-амалий конференцияси материаллари. Т.: БМА. 2016 йил 21 октябрь. –Б. 193-196.

2.176. Бердиназаров З. Пути развития и укрепления инновационных подходов через каналы денежно-кредитных механизмов. «Ўзбекистон иктисодиётини инновацион ривожлантиришнинг илмий асослари ватенденциялари» мавзусидаги республика илмий-амалий конференцияси тезислар тўплами. Т.: ТДИУ хузуридаги «Ўзбекистон иктисодиётини ривожлантиришнинг илмий асослари ва муаммолари» илмий тадқиқот маркази. 2016 йил 15 октябрь. –Б. 82-84.

2.177. Бердиназаров З. Банкларнинг капиталлашув даражасини оширишда валюта сиёсатидан оқилона фойдаланиш масалалари. «Ўзбекистонда тижорат банкларининг молиявий барқарорлиги ва ресурс базасини мустаҳкамлаш – иктисодий ўсиш таъминлашнинг муҳим омили» мавзусидаги халқаро илмий-амалий конференцияси материаллари. Т.: БМА. 2016 йил 20 май. –Б. 45-48.

2.178. Бердиназаров З. Молиявий ресурсларни бошқаришда валюта сиёсати таъсирчанлигини ошириш масалалари. «Миллий иктисодиёт рақобатбардошлигини оширишда давлат молиявий ресурсларини оқилона бошқаришнинг долзарб масалалари» мавзусидаги республика илмий-амалий конференцияси тезислар тўплами. Т.: ДБА. 2016 йил 29 апрель, –Б. 226-229.

2.179. Бердиназаров З. Иктисодий муносабатларда молия-кредит механизмини янада самарали ташкил этиш масалалари. «Ўзбекистонда рақобат муҳитининг шаклланиши: назария ва амалиёт» мавзусидаги республика илмий-амалий анжумани илмий мақолалар ва материаллари тўплами. Т.: ТДИУ. 2015 йил 4 июнь. –Б. 142-146.

2.180. Бердиназаров З. Инвестиция сиёсати ва таркибий ўзгаришлар стратегиясининг устувор йўналишлари. «Жаҳон иктисодиётининг ривожланишини прогноз ва таҳлил қилишнинг методологик жиҳатлари» мавзусидаги республика илмий-амалий конференцияси материаллари тўплами. Т.: ЖИДУ. 2015. –Б 302-306.

2.181. Бердиназаров З. Усиление влияния денежно-кредитной политики на модернизацию банковской системы страны. «Халқаро молия бозорларига интеграциялашув шароитида Ўзбекистон банк-молия соҳасини модернизациялашнинг замонавий тенденциялари» мавзусидаги халқаро илмий-амалий конференцияси материаллари. Т.: БМА. 2015 йил 18 ноябрь. –Б. 84-86.

2.182. Бердиназаров З. Макроиктисодий ривожланишда пул-кредит ва валюта операциялари таъсирчанлигини ошириш масалалари. «Ўзбекистон Республикасида кулай ишбилармонлик муҳитини шакллантиришда банк тизимининг роли» мавзусидаги республика илмий-амалий конференцияси материаллари тўплами. Т.: ТМИ. 2015 йил 30 октябрь. –Б. 64-68.

2.183. Бердиназаров З. Дальнейшее совершенствование механизмов влияния денежно-кредитной политики в развитие экономических реформ. «Проблемы прогнозирования и государственного регулирования социально-экономического развития». Материалы XVI международной научной конференции. В трех томах. Том 2. НИЭИ Министерства экономики Республики Беларусь. Минск, 23 октября 2015. С. 12-13.

2.184. Бердиназаров З. Инновацион-инвестицион фаолиятни молиялаштириш ва рағбатлантиришда валюта сиёсати воситалари самарадорлигини ошириш масалалари. «Ўзбекистон Республикасида инновация-инвестиция фаолиятини янада такомиллаштиришда банк-молия секторининг иштирокини кенгайтириш» мавзусидаги республика илмий-амалий конференцияси материаллари. Т.: БМА. 2015 йил 14 май. –Б. 36-38.

2.185. Бердиназаров З. Инвестиция сиёсати воситаларини такомиллаштиришнинг мукобил йўллари. «Худудларда инвестицион мухитни яхшилаш, ташки ва ички инвестицияларни жалб этиш шарт-шароитлари ва омиллари» мавзусидаги республика илмий-амалий конференцияси тезислар тўплами. Т.: ДБА. 2015. –Б. 117-119.

2.186. Бердиназаров З. Ўзбекистон пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш йўллари. «Давлат бошқаруви тизимини ислох қилишда молиявий ресурслардан оқилона фойдаланиш муаммолари» мавзусидаги республика илмий-амалий конференцияси тезислар тўплами. Т.: ДБА. 2015. –Б. 45-47.

2.187. Вахобов А.В., Худякова Н.К. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. В 2-х т. Ташкент: Университет, 2003. Том 1. 53-76 стр.

2.188. Голикова Ю., и др. Особенности денежно-кредитной политики стран с переходной экономикой. Деньги и кредит №6, 2004.

2.189. Грачева М.В., и др. Моделирование экономических процессов. Москва, «Юнити», 2005.

2.190. Грязнова А.Г. (под редакцией) Денежно-кредитная и валютная политика: научные основы и практика. Москва, 2003.

2.191. Давтян М. Макроэкономика. В 2-х частях. М.: АТиСО, 2004.

2.192. Дробышевский С.М. и др. Сравнительный анализ денежно-кредитной политики в переходных экономиках. ИЭПП, Москва, 2003.

2.193. Ершов М. Валютно-финансовый механизм в современном мире. М.: Экономика, 2000. –С. 319.

2.194. Жумаев Н.Х. Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш. Т.: «Fan va texnologiya», 2007. –Б. 232.

2.195. Картаев Ф. Полезно ли инфляционное таргетирование для экономического роста? // Вопросы экономики. 2017. №2. 65 стр.

2.196. Киреев А.П. Международная экономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование. В двух частях. Часть вторая. М.: Международные отношения. 2001. –С. 87-89.

2.197. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. 1936. –С. 63-67.

2.198. Красавина Л.Н. Международные валютно-финансовые и кредитные отношения. М.: Финансы и статистика, 2003. –С. 608.

2.199. Кращенко В. Валютное регулирование в системе государственного управления экономикой. М.: Экономика, 2003. –С. 399.

2.200. Махмудов Н. Макроиктисодий барқарорлик ва иқтисодий ўсишни таъминлашда пул-кредит сиёсатининг ролини ошириш йўллари // Республика илмий-амалий конференция материаллари. Т.: ТДИУ. 2015. –Б. 23-29 б.

2.201. Махлуп Ф. Теория валютного курса. Этот изменчивый обменный курс. Сборник статей. Пр. с англ. – Москва: Дело, 2001. –С. 28-29.

2.202. Муллажонов Ф.М. Банк тизимидаги ислохотлар ва Ўзбекистон Марказий банкининг монетар сиёсати // Бозор, пул ва кредит. –Т., 1998. №1.

2.203. Моисеев С. Одиссея инфляционного таргетирования: к новым вызовам денежно-кредитной политики. Вопросы экономики. 2017. №10. –С. 50-70.

2.204. Моисеев С. Денежно-кредитная политика: теория и практика. Москва, 2005.

2.205. Мовсесян А. Международные валютно-кредитные отношения. - М.: Инфра-М, 2003. –С. 312.

2.206. Навой А.В. Центральный банк в глобальном хозяйстве. Монография. – М.: ГОУ ВПО «РЭУ им. Г.В.Плеханова» 2010. –С. 528.

2.207. Наговицин В.Н. Валютная политика. М.: Экзамен, 2000. –С.176.

2.208. Назарова Г.Г., Хайдаров Н. ва бошқалар. Халқаро иқтисодий муносабатлар. Ўқув қўлланма. Т.: "ТДИУ", 2002. –Б.105.

2.209. Нурмуратов М.Б. Пул-кредит соҳасидаги ислохотларнинг дастлабки сарҳисоби ва кейинги босқичдаги вазифалар // Бозор, пул ва кредит. Т., 2018. №9. –Б. 4-17.

2.210. Платонова Н. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения. В 2-х частях. М.: 2003.

2.211. Расулов Т.С. Валюта муносабатларининг назарий асослари. Т.: "Молия", 2007. –Б. 316.

2.212. Расулов Т.С., Ражаббаев Ш.Р. Роль валютной политики в поддержании конкурентоспособности национальной экономики // Дальнейшее углубление реформ в банковско-финансовой системе Узбекистана. –М.: 2007. –С. 74-76.

2.213. Рыбалкина В.Е. Международные экономические отношения. Учебник. М.: «ВИНИТИ» - 1997. –С. 229.

2.214. Романовский М.В., Врублевская О.В. Финансы, денежное обращение и кредит. Учеб. М.: «Юрайт», 2001. –С. 448.

2.215. Сиражиддинов Н. На пути к конвертации национальной валюты // Экономическое обозрение. - Т., №8. 2002.

2.216. Сирождиддинов Н. Муваффақиятли валюта либерализацияси учун комплекс ислохотлар зарур. URL:<http://www.ut.uz/oz/ekonomika/nishonboy-sirozhiddinov>.

2.217. Синельников-Мурылев С.Г., Дробышевский С.М., Трунин П.В. Решения G20 о скоординированной антикризисной экономической политике и российский опыт, Российский внешнеэкономический вестник, №6. 2011.

2.218. Семенов О.Г. Деньги, кредит, банки в РФ. Учебное пособие. М.: «Контур», 1998. - С. 268.

2.219. Самсонова Н.Ф. Финансы, денежное обращение и кредит. Учебник. М.: «ИНФРА-М» - 2001. -С. 152.

2.220. Деньги, кредит, банки в Российской Федерации: Учебное пособие/Под ред. д.э.н., проф. Семеновы О.Г. РГЭА. Ростов-на-Дону. 2000.

2.221. Федякина Л. Мировые финансы. СПб.: Питер, - 2005. -С. 560.

2.222. Фридман М. Количественная теория денег. -М.: Дело, 1996 (<http://ek-lit.narod.ru/fridsod.htm>)

2.223. Фридман М., Шварц А. Монетарная история Соединенных Штатов 1867-1960 гг. - К.: «Ваклер», 2007. -С. 880.

2.224. Чепель С.В. Системный анализ и моделирование перспектив устойчивого развития национальной экономики Узбекистана // Монография. Ташкент: IFMR, 2014. -С.116.

2.225. Чепель С.В. Либерализация валютного рынка в Узбекистане и перспективы укрепления потенциала экономического развития // Экономика Узбекистана. - Т., 2003. - С. 74-84.

2.226. Chepel S. Foreign Currency Policy of Uzbekistan. Economic Trend, Uzbekistan, Oct. - Dec. 1998.

2.227. Чепель С.В. Макроэкономические аспекты укрепления национальной конкурентоспособности в эпоху глобализации // Экономический вестник Узбекистана. Т., №10. 2003.

2.228. Чаплыгин В. Теория и методология формирования валютных объединений в системе ассиметрических экономик. Автореферат дис. на соис. ученой степени док. экон. наук. С.Пб., 2005. -С. 42.

2.229. Шмырева А., Колесников В., Климов А. Международные валютно-кредитные отношения: Учебное пособие для ВУЗов. СПб. Питер, 2001. -С. 272.

2.230. Щеголева Н. Трансформация валютных отношений в условиях экономической интеграции. Автореферат дис. на соис. ученой степени док. экон. наук. М., 2002. -С. 44.

III. Фойдаланилган бошқа адабиётлар

3.1. Бобокулов Т.И. Ўзбекистон Республикасида миллий валюта курсининг баркарорлигини таъминлаш борасидаги муаммолар ва уларни ҳал қилиш йўллари. Дис.автореферати. Иқт. фан. док. илмий даражасини олиш учун. -Тошкент, 2008. -Б. 36.

3.2. Ибрагимов Д.Р. Дилинг операцияларини амалга оширишда валюта рискларини баҳолашни такомиллаштириш масалалари. Дис. автореферати. Иқт. фан. ном. илмий даражасини олиш учун. Тошкент, 2010 й. -Б. 25.

3.3. Исмаилов А.А. Миллий пул тизимини мустахкамлаш: назарий, услубий ва амалий асослари. Монография. - Т.: «Fan va texnologiya» 2015. -Б. 140.

3.4. Муллажонов Ф.М. Валюта сиёсатини эркинлаштириш: Иқтисодиёт манфаатларини кўзлаб // “Халқ сўзи” 2003 йил 15 август сони.

3.5. Расулов Т.С. Ўзбекистонда валюта муносабатларини такомиллаштиришни назарий-услубий муаммолари. Дис. автореферати. Иқт. фан. док. илмий даражасини олиш учун. Тошкент, 2008. -Б.38.

3.6. Ражаббаев Ш. Ўзбекистон валюта сиёсатининг хорижий инвестицияларни жалб этишига таъсири. Дис. автореферати. Иқт. фан. ном. илмий даражасини олиш учун. Тошкент, 2008. -Б. 20.

3.7. Олимжонов О. Оқилона валюта сиёсати - тараққиёт омили. <http://uza.uz/oz/business/o-ilona-valyuta-siyesati-tara-iyet-omili-28-08-2018>

3.8. Сиражиддинов Н. Теоретико-методологические аспекты повышения эффективности внешней торговли Узбекистана. Автореферат. Док. экон. наук. -Т.:, 2005. -С. 43.

3.9. Сиражиддинов Н. Валютная либерализация: как избежать прошлых ошибок? <http://kommersant.uz/kejs/valyutnaya-liberalizatsiya>.

3.10. Хошимов Э.Ўзбекистон Республикасида валюта бозорини эркинлаштириш йўллари. Дис. автореферати. Иқт. фан. ном. илмий даражасини олиш учун. Тошкент, 2009. -Б. 23.

3.21. Чепель С.В. Либерализация валютного рынка в Узбекистане и перспективы укрепления потенциала экономического развития. <http://www.uzbearingpoint.com/files/2/a13.pdf>.

3.12. Ўлмасов А., Вахобов А.В. Иқтисодиёт назарияси. Дарслик. -Т.: “IQTISOD-MOLIYA”. 2014.

3.13. Қодиров А.Қ. Ўзбекистон Банк тизими - ислохотларнинг янги олимлари... // Банк ахборотномаси. -Т., 2003. №5.

3.14. Aguilar J., Nydahl, S. Central Bank Intervention and Exchange Rates: The Case of Sweden, Working Paper 54, Sveriges Riksbank. 1998.

3.15. Bacchetta Ph., Wincoop E. Incomplete Information Processing: A Solution to the Forward Discount Puzzle. Federal Reserve Bank of San Francisco Working paper Series, 2006-35.

3.16. Bordo M. Sound Money and Sound Financial Policy. Paper prepared for the conference “Anna Schwartz - The Policy Influence”. American Enterprise Institute. Washington D.C. April 14, 2000. www.econweb.rutgers.edu/bordo/sndmon.doc

3.17. Kasman B. A comparison of Monetary policy operating procedures in six industrial countries. FRBNY. Quarterly Review/Summer 1992. p.24.

3.18. Fisher I. The theory of interest. As determined by impatience to spend income and opportunity to invest it. 1930. p.14 (http://files.libertyfund.org/files/1416/Fisher_0219.pdf)

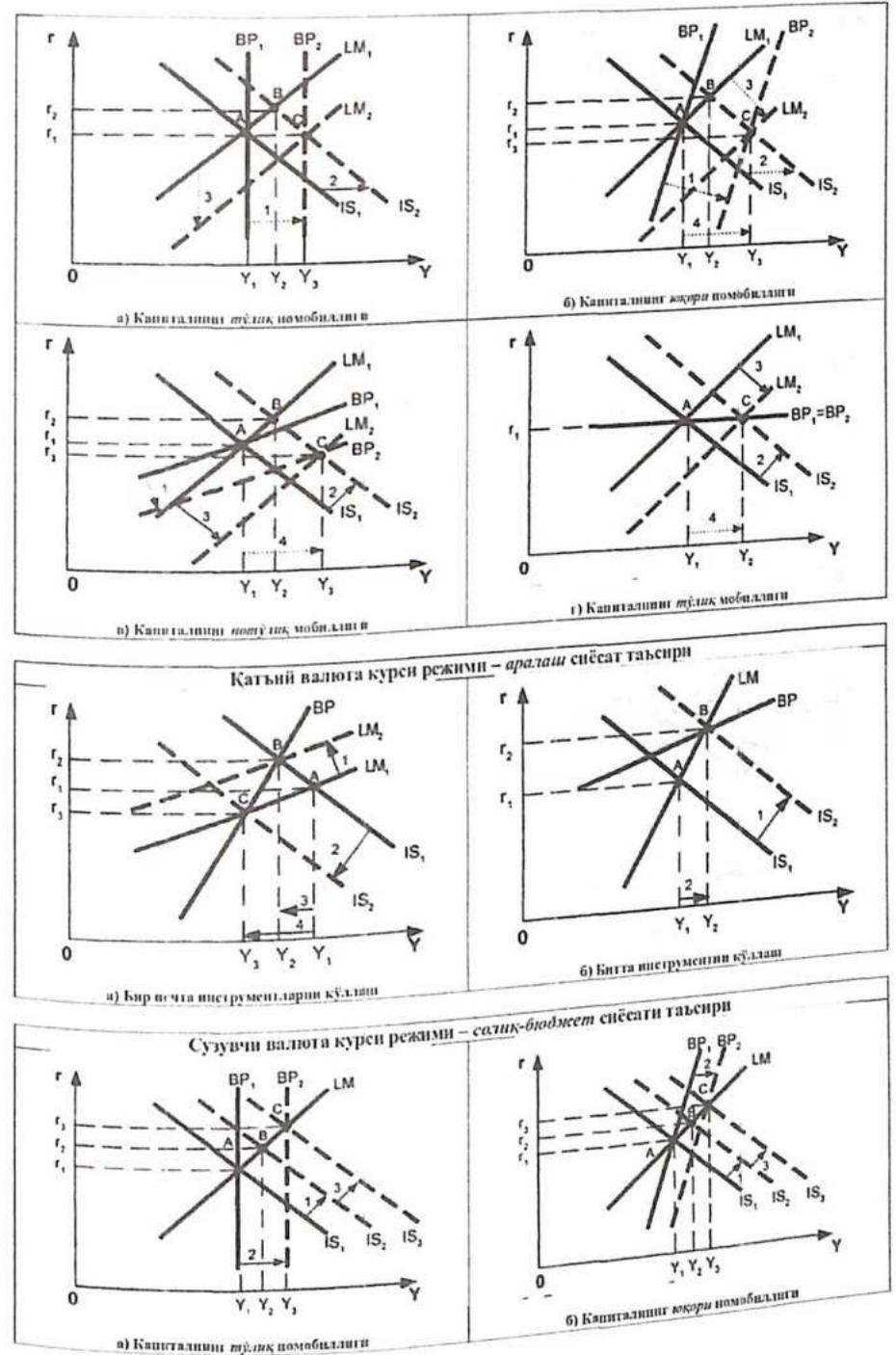
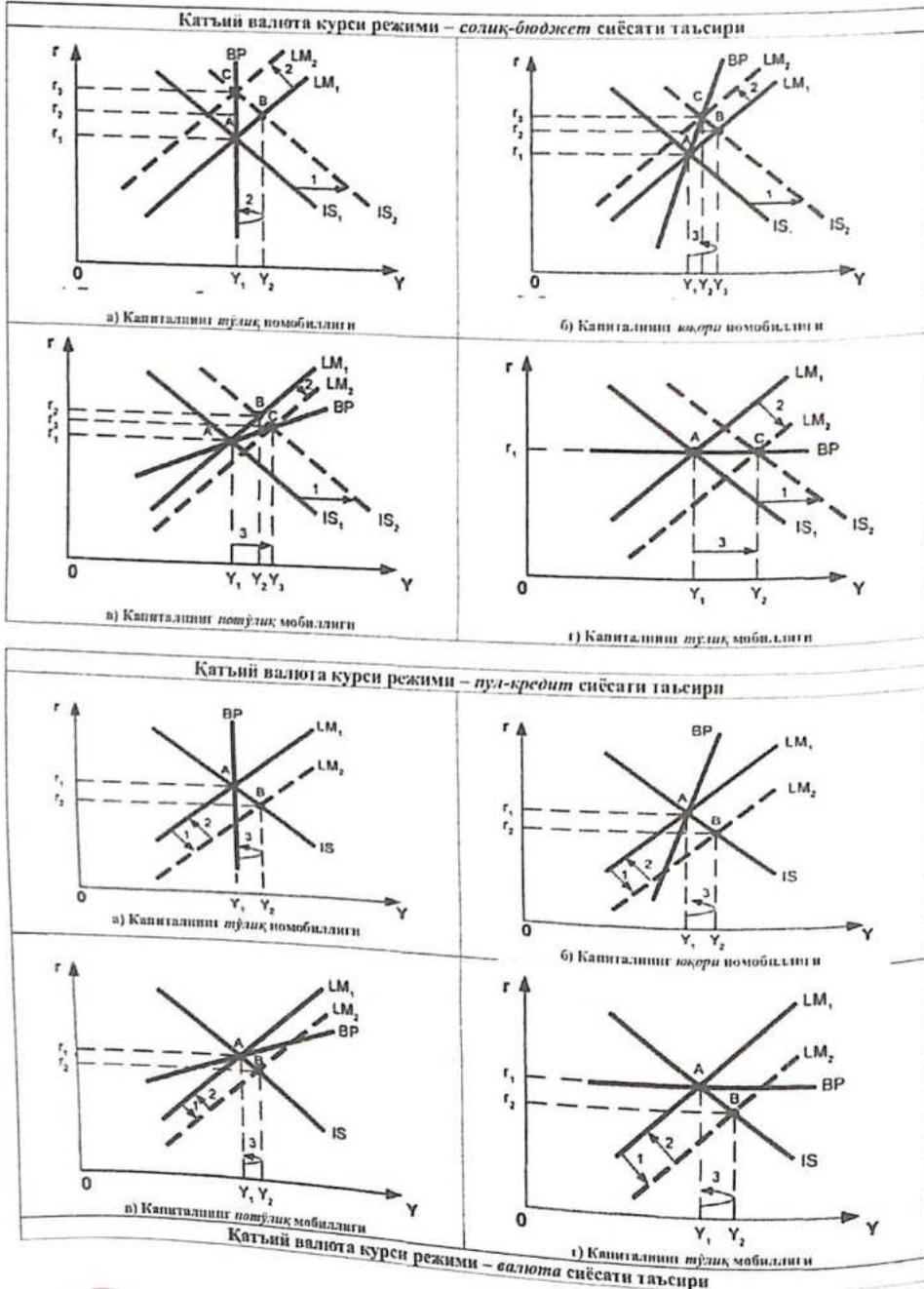
3.19. Gowland D.H. Controlling the money supply (Routledge Revivals). 1982. <https://books.google.com/books?isbn=1135009325>

3.20. Grauwe P.D., Grimaldi M. The Exchange Rate in a Behavioral Finance Framework. Princeton University Press. 2006.

- 3.21. Gupta S.B. Factors Affecting Money Supply. Economic and Political Weekly. January 24, 1976a. pp. 117-28.
- 3.22. Gupta S.B. Money Supply analysis. Economic and Political Weekly. November 20, 1976b. pp. 1834-44.
- 3.23. Clouse J. Recent Developments in Discount Window Policy. Federal Reserve Bulletin. November, 1994. pp. 965-977.
- 3.24. Khatkhate D. Money Supply Analysis: Shadowboxing. Economic and Political Weekly, April 17, 1976. pp. 608-09.
- 3.25. Chinn M.D. Export and Import Elasticities for Japan: New Estimates. Working Paper Series. La Follette School Working Paper №2013-004. University of Wisconsin, Madison and NBER <http://www.lafollette.wisc.edu/publications/workingpapers>
- 3.26. Money, capital mobility and trade: essays in honor of Robert A. Mundell/edited by Guillermo A. Calvo, Rudi Dornbusch and Maurice Obstfeld. Cambridge Massachusetts Institute of Technology, 2001. 532 p.
- 3.27. Mujumdar N. A. Money Supply Analysis Mechanistic and Economic Explanations. Economic and Political Weekly, Feb 28. 1976. pp 371-73.
- 3.28. Das R. Determination of Money Supply in India: The Great Debate. Working paper series June, 2009. First draft December, 2003. Centre for studies banking and finance (Established by the Reserve Bank of India at National Law University, Jodhpur).
- 3.29. Fukumoto T., Higashi M., Inamura Y., Kimura T. Effectiveness of window guidance and financial environment — In light of Japan's experience of financial liberalization and a bubble economy. Bank of Japan Review. 2010-E-4. August 2010. p.5-8.
- 3.30. Tache I., Danu A.L. Comparison between the European Central Bank as a new monetary experiment and other major Central banks – US Federal Reserve and Bank of Japan. Bulletin of the Transilvania University of Braşov Series V: Economic Sciences. Vol. 7 (56) No. 2 – 2014. pp. 295-302.
- 3.31. Laurens B., et all. The journey to inflation targeting: Easier said than done. The case for transitional arrangement.
- 3.32. Schwartz A.J. The misuse of the Fed's discount window. The Federal Reserve Bank of St. Louis. September/October, 1992. pp. 58-69. <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/conferences/homer/homer92.pdf>
- 3.33. Wadsworth A. An international comparison of inflation-targeting frameworks. Reserve Bank of New Zealand Bulletin, Vol. 80, No. 8, August 2017. p.3. <https://www.rbnz.govt.nz/-/media/ReserveBank/Files/Publications/Bulletins/2017/2017aug80-08.pdf>.
- 3.34. Reserve Bank of New Zealand Act 1989. <http://www.legislation.govt.nz/act/public/1989/0157>
- 3.35. One world, one money. Robert Mundell and Milton Friedman debate the virtues-or not-of fixed exchange rates, gold, and a world currency. Policy options, May 2001. <http://policyoptions.irpp.org/magazines/one-world-one-money/>.
- 3.36. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. IMF, Washington D.C., October 2012. p. 14.
- 3.37. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. IMF, Washington D.C., October 2014. pp. 68-71.

- 3.38. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. IMF, Washington, October 2016., p. 8.
- 3.39. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. IMF, Washington, October 2017., p. 8.
- 3.40. News release: Monetary Policy: practice ahead of theory – speech by Mervyn King. Bank of England, 17 May 2005.
- 3.41. Function conducting monetary policy. The Federal Reserve System Purposes & Functions. p.21. https://search.newyorkfed.org/board_public/search?text=discount+policy&Search
- 3.42. Board of Governors of the Federal Reserve System (US) <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>
- 3.43. Current Federal Reserve Interest Rates. <https://www.thebalance.com/current-federal-reserve-interest-rates-3305694>.
- 3.44. Long series on central bank policy rates – documentation on data. Bank for International settlements. p.5. https://www.bis.org/statistics/cbpol/cbpol_doc.pdf
- 3.45. Ўзбекистон иқтисодиёти ахборот-таҳлилий бюллетень 2015 йил январь-декабрь. ИТМ, Тошкент, 2016 йил.
- 3.46. Экономика Узбекистана информационно-аналитический бюллетень за 2014 год. – Т., ЦЭИ. 2015.
- 3.47. Ўзбекистоннинг йиллик статистик тўплами. Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика кўмитаси. - Т., 2012.
- 3.48. Статистический ежегодник Республики Узбекистан. - Т., 2008. Государственный комитет по статистике Республики Узбекистан.
- 3.49. Статистический ежегодник Республики Узбекистан. - Т., 2010. Государственный комитет по статистике Республики Узбекистан.
- 3.50. Статистический ежегодник Республики Узбекистан. - Т., 2011. Государственный комитет по статистике Республики Узбекистан.
- 3.51. Статистический ежегодник Республики Узбекистан. - Т., 2013. Государственный комитет по статистике Республики Узбекистан.
- 3.52. Статистический ежегодник Республики Узбекистан. - Т., 2015. Государственный комитет по статистике Республики Узбекистан.
- 3.53. Статистический ежегодник Республики Узбекистан. - Т., 2016. Государственный комитет по статистике Республики Узбекистан.
- 3.54. Экономика Узбекистана: информационный аналитический бюллетень. – Т., ЦЭИ. 2012.
- 3.55. Экономика Узбекистана: информационный аналитический бюллетень. – Т., ЦЭИ. 2013.
- 3.56. Экономика Узбекистана: информационный аналитический бюллетень. – Т., ЦЭИ. 2014.
- 3.57. Онлайн учебник. Теории макроэкономического равновесия. http://studme.org/17971117/politekonomiya/teorii_makroekonomicheskogo_ravnovesiya
- 3.58. Онлайн учебник. Целенаправленная макроэкономическая корректировка открытой экономики. <http://uchebnik-online.com/34/06.html>
- 3.59. <http://databank.worldbank.org/data/reports-indicators>
- 3.60. <http://center-yf.ru/data/economy/Makroekonomicheskoe-ravnovesie.php>
- 3.61. <https://federalreserve.gov/.../discount-window.htm>

“Манделл-Флеминг” моделида макронқисодиётни тартибга солиш механизми



Де-юре таснифланган валюта курси режимлари

6-илова

Режимисти курслар	Жами (1970-1999)	1970-1979	1980-1989	1990-1999
Қатъий боғлиқликдаги режимлар (Pegged Regimes):	65,4	84,8	68,4	46,6
(1) Қатъий боғлиқ (Hard Pegs)	13,2	10,0	13,8	15,4
- Долларлашган (Dollarized)	0,6	0,5	0,7	0,6
- Валюта кенгаши (Currency Board)	5,2	4,6	4,7	6,1
- Пул-кредит уюшмаси (Monetary Union)	7,4	4,9	8,4	8,7
(2) Битта валютга боғлиқ (Single Currency Pegs)	32,8	61,2	27,4	13,9
(3) Валюта саватига боғлиқ (Basket Pegs)	19,4	13,6	27,1	17,2
- Ошқора саватга боғлиқ (Published Basket Pegs)	9,8	7,3	13,9	8,1
- Махфий саватга боғлиқ (Secret Basket Pegs)	9,6	6,2	13,3	9,1
Орталик боғлиқликдаги режимлар (Intermediate Regimes)	20,4	11,0	22,5	26,4
(4) Интервенция таъсиридagi сузувчи (Floats with Rule-based Intervention)	8,4	5,9	9,5	9,6
- Кооперация режими (Co-operative Regimes (EMS))	5,2	3,8	5,7	6,0
- Тебранувчан (Crawling Pegs)	1,4	1,1	1,3	1,9
- Target зоналари ёки интервал (Target Zones and Bands)	1,0	0,5	1,8	0,8
- Классификацияланмаган тизим (Unclassified Rule-based Systems)	0,7	0,5	0,8	0,9
(5) Дискретия таъсиридagi сузувчи (Floats with Discretionary Intervention)	12,0	5,1	13,0	16,8
- Бошқариладиган сузувчи vs Кучли интервенция (Managed Floating vs Heavy Intervention)	1,4	0,5	3,2	0,6
- Таснифланмаган бошқариладиган сузувчи (Unclassified Managed Floating)	8,1	0,8	6,1	16,1
- Бошқа сузувчи курслар (Other Floats)	2,4	3,8	3,7	0,1
Сузувчи (эркин) режим (Floating Regimes)	14,2	4,3	9,1	27,0
(6) Сузувчи (Floats)	14,2	4,3	9,1	27,0
- Кучсиз интервенция таъсиридagi сузувчи курс (Floating with Light Intervention)	1,5	1,1	2,6	0,8
- Интервенциясиз сузувчи курс (Floating with no Intervention)	12,7	3,2	6,5	26,2
Жами кузатув (Total observations)	100	100	100	100
Жами кузатувга нисбатан тақсимот (Total observations in proportion of full sample)	100	30,4	33,1	36,5

Манба: Atish Ghosh, et al. (1995). Exchange Rate Regimes: Classification and Consequences. p.7.

Ўзбекистон ва унинг асосий савдо ҳамкорлари валюта курси режимларининг таснифи (30 апрель 2016 йил ҳолатига)

	Халқаро савдодаги асосий ҳамкор мамлакатлар							Ўзбекистон
	Россия	Хитой	Корея	Корея	Туркия	Украина	Германия	
ХВФнинг Битимлар Кетишув Моделлари остидаги мақоми (Status under IMF Articles of Agreement):								
- VIII-модда (Article VIII)	*	*	*	*	*	*	*	*
- XIV-модда (Article XIV)								
Валюта курси режимлари (Exchange Rate Arrangements):								
Алоҳида қонуний тузал юрисида бўлмаган (No separate legal tender)								
Валюта кенгаши (Currency board)								o
Одатдан боғлиқлик (Conventional peg)								
Барқарор режим (Stabilized arrangement)								
Тебранувчан боғлиқлик (Crawling peg)								
Тебранувчанга ўхшаш режим (Crawl-like arrangement)								
Горизонтал интервал ва ёки зоналик Pegged exchange rate with horizontal bands								
Бошқа бандири тизим (Other managed arrangement)		(12/14)		*	*	*	*	
Сузувчи (Floating)								o
Эркин сузувчи (Free floating)		(07/15)						*
Валюта курси тарзиби (Exchange rate structure):								
Икки валютали алмашув (Dual exchange rates)								
Кўп валютали алмашув (Multiple exchange rates)								
Тўловлар ва тўловлар (Arrangements for Payments and Receipts):								
Икки томонлама тўловлар (Bilateral payments arrangements)	*							*
Тўлов келтириши (Payments arrears)								*
Жорий трансферлар ва кўла тўловлар тўловлар бўёмига нисбат (Controls on payments for invisible transactions and current transfers)		*	*	*	*	*	*	*
Экспортдан тўловлар ва ёки кўла тўловлар операциялар (Proceeds from exports and/or invisible transactions)	*	*	*	*	*	*	*	*
Репатриация талаблари (Repatriation requirements)	*	*	*	*	*	*	*	*
Мавбурий сотув (Surrender requirements)	*	*	*	*	*	*	*	*
Капитал трансакциялар (Capital Transactions)								
Бюжетага қаршиликлар (Control)	*	*	*	*	*	*	*	*
Капиталли қўллар бозори (Capital market securities)	*	*	*	*	*	*	*	*
Пул бозори инструментлари (Money market instruments)	*	*	*	*	*	*	*	*
Коллектив инвестиция вақтинчи қўллар (Collective investment securities)	*	*	*	*	*	*	*	*
Дериватив ва бошқа инструментлар (Derivatives and other instruments)	*	*	*	*	*	*	*	*
Тижорат кредитлари (Commercial credits)	*	*	*	*	*	*	*	*
Маънавий кредитлар (Financial credits)	*	*	*	*	*	*	*	*
Қўллар, қарздор ва бошқа маънавий маълумот (Guarantees, letters, and financial facilities)	*	*	*	*	*	*	*	*
Тўловларнинг тоқимаси (Direct investment)	*	*	*	*	*	*	*	*
Тўловларнинг тоқимаси (Classification of direct investment)	*	*	*	*	*	*	*	*
Қўллар билан боғлиқ операциялар (Real estate transactions)	*	*	*	*	*	*	*	*
Шахсий капиталлар билан боғлиқ операциялар (Personal capital transactions)	*	*	*	*	*	*	*	*
Тижорат банклари ва бошқа кредит муассасалари ва бошқалар (Provisions specific to Commercial banks and other credit institutions)	*	*	*	*	*	*	*	*
Институционал инвесторлар (Institutional investors)	*	*	*	*	*	*	*	*

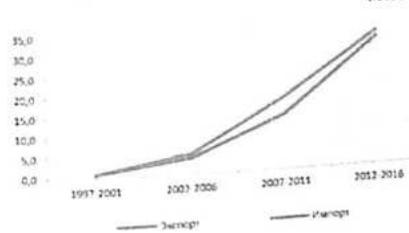
Манба: International Monetary Fund, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (Washington, October 2014) p.80-88
 Изох: * - белгиланган амалиёт валюта алмашув тизимининг ўзига хос хусусиятини ташкил қилганлигини билдиради (Indicates that the specified practice is a feature of the exchange system). o - АКШ долларига нисбатан чекланган мослашувчанлигини билдиради (Indicates that flexibility is limited vis-a-vis the U.S. dollar). o - ерро ҳудудни ифода қилади.

Макроиктисодий кўрсаткичларнинг ўртача арифметик ифодалари (трлн.сўм)

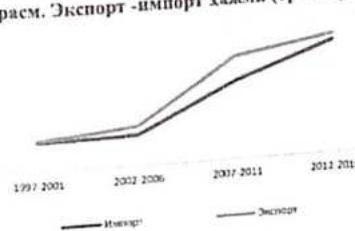
	ЯИМ	Истеъмол	Инвестиция	Экспорт	Импорт
1997-2001 йиллар					
Максимал қиймат	4,93	3,59	1,32	1,36	1,35
Минимал қиймат	0,98	0,71	0,28	0,32	0,33
Тафовут доираси	3,95	2,88	1,04	1,04	1,02
Ўртача оғиш чегизи	1,24	0,92	0,30	0,33	0,32
Яли дисперсия	2,02	1,10	0,14	0,15	0,15
Танлов дисперсияси	2,52	1,37	0,17	0,19	0,19
Яли дисперсия бўйича ўртача квадрат оғиш	1,42	1,05	0,37	0,39	0,38
Танлов дисперсияси бўйича ўртача квадрат оғиш	1,59	1,17	0,41	0,44	0,43
Вариация коэффициентини, %да (шартли чегарачай паразел 33%, алар кўрсаткич узибу даражадан кели бўлса, у бирхаллик хусусиятини, ундан юқори бўлса кўп халлик хусусиятини ифодалайди)	62%	63%	63%	67%	69%
Осцилляция коэффициентини, %да (кўпи қилишнинг ўртача қиймат атрофидада вариантлар даражасини ифодалайди)	155%	155%	159%	164%	162%
2002-2006 йиллар					
Максимал қиймат	21,12	15,12	4,04	7,79	5,83
Минимал қиймат	7,45	5,71	1,53	2,31	2,10
Тафовут доираси	13,67	9,41	2,51	5,48	3,73
Ўртача оғиш чегизи	4,16	2,91	0,75	1,58	1,09
Яли дисперсия	23,07	11,13	0,78	3,59	1,69
Танлов дисперсияси	28,84	13,91	0,98	4,49	2,11
Яли дисперсия бўйича ўртача квадрат оғиш	4,80	3,34	0,88	1,89	1,30
Танлов дисперсияси бўйича ўртача квадрат оғиш	5,37	3,73	0,99	2,12	1,45
Вариация коэффициентини	40%	39%	37%	43%	38%
Осцилляция (тебраниш) коэффициентини	103%	98%	94%	111%	97%
2007-2011 йиллар					
Максимал қиймат	77,75	53,40	17,52	25,78	18,94
Минимал қиймат	28,19	19,43	5,90	11,36	8,50
Тафовут доираси	49,56	33,97	11,61	14,42	10,44
Ўртача оғиш чегизи	14,99	9,86	3,55	4,14	2,46
Яли дисперсия	302,47	136,36	16,98	24,03	11,21
Танлов дисперсияси	378,09	170,46	21,22	30,04	14,01
Яли дисперсия бўйича ўртача квадрат оғиш	17,39	11,68	4,12	4,90	3,35
Танлов дисперсияси бўйича ўртача квадрат оғиш	19,44	13,06	4,61	5,48	3,74
Вариация коэффициентини	38%	37%	38%	30%	27%
Осцилляция (тебраниш) коэффициентини	97%	97%	95%	80%	76%
2012-2016 йиллар					
Максимал қиймат	198,57	148,33	49,30	40,71	39,71
Минимал қиймат	96,59	73,04	22,07	25,69	24,21
Тафовут доираси	101,98	75,29	27,23	15,02	15,51
Ўртача оғиш чегизи	31,11	23,50	8,27	3,50	4,00
Яли дисперсия	1315,87	737,98	92,24	23,03	25,76
Танлов дисперсияси	1644,83	922,47	115,30	28,79	32,20
Яли дисперсия бўйича ўртача квадрат оғиш	36,27	27,17	9,60	4,80	5,08
Танлов дисперсияси бўйича ўртача квадрат оғиш	40,56	30,37	10,74	5,37	5,67
Вариация коэффициентини	28%	28%	31%	16%	18%
Осцилляция (тебраниш) коэффициентини	70%	69%	79%	45%	49%

Изоҳ: Маъмур маълумотлардан кўриниб турибдики, макроиктисодий кўрсаткичларнинг вариация коэффициентини (бирхаллик йил) эришган. Олдинги даврларда узибу коэффициентларнинг нобарбарорлик хусусияти кўп йиллик даврларда (2012-2016 йил) реал, нул-кредит, солиқ-бюджет ва ташқи секторлар) ўртача ва мутаносиблик омилларини босқичма-босқич ҳал қилиш ва қаратилган чора-тадбирлар билан ифодаланиши мумкин.

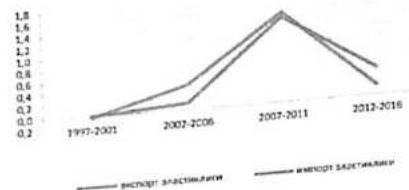
Экспорт-импорт ҳажмлари ва уларнинг эластиклик кўрсаткичлари тўғрисида маълумотлар



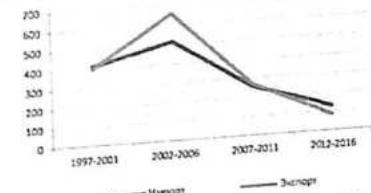
3.6 (а)-расм. Экспорт-импорт ҳажми (трлн. сўм).



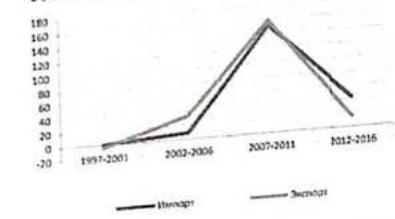
3.7 (а)-расм. Экспорт-импорт ҳажми (млрд.долл.).



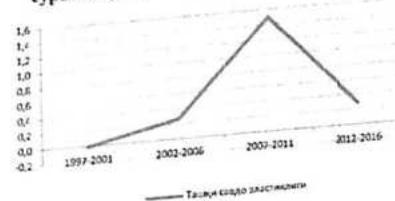
3.8 (а)-расм. Экспорт-импортнинг реал эффектив курси ва нисбатан эластиклиги (долл. қиймат бўйича), коэф.



3.6 (б)-расм. Экспорт-импорт ҳажмининг ўсиш суръатлари (ўтган даврга нисбатан %да).



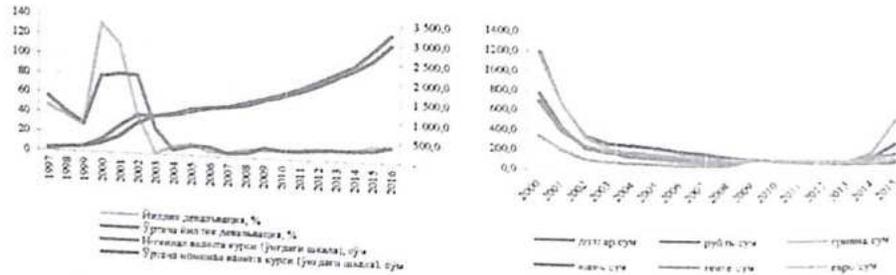
3.7 (б)-расм. Экспорт-импорт ҳажмининг ўсиш суръатлари (ўтган даврга нисбатан %да).



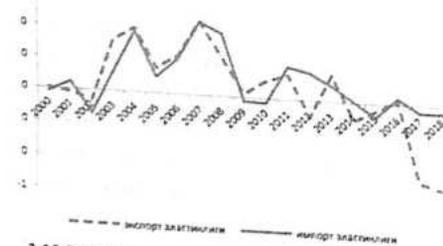
3.8 (б)-расм. Ташқи савдонинг реал эффектив курсига нисбатан эластиклиги (долл. қиймат бўйича), коэф.

Манба: муаллиф ҳисоб-китоби. 3.6 (а)-расмдаги экспорт-импорт ҳажмининг ўсиш суръатлари ўтган даврларга нисбатан аниқланган. 1997-2001 йилларнинг ўсиш суръати 1994-1996 йиллар даврига нисбатан олинган. Экспорт-импорт эластиклигини аниқлашда Маршалл-Лернер шарти бўйича ёндашилган (А.Киреев, 2001).

Миллий валюта девальвацияси, экспорт-импорт ҳажмлари ва уларнинг эластиклик кўрсаткичлари тўғрисида маълумотлар



3.10.5. Валюта курси девальвацияси.

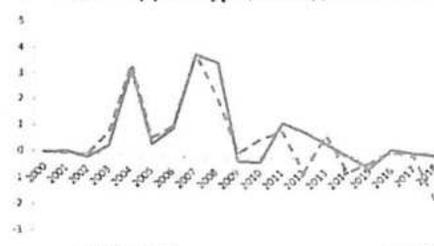


3.10.7. Экспорт-импортнинг реал эффектив курсига нисбатан эластиклиги (коэф.)

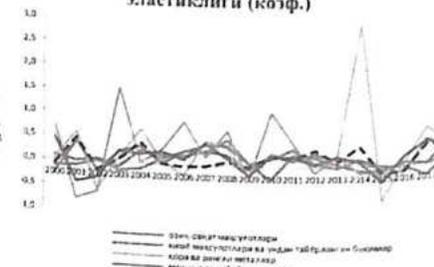


3.10.9. Экспорт товар таркибининг реал эффект. валюта курсига нисбатан эластиклиги (коэф.)

3.10.6. Асосий савдо ҳамкор мамлакатлар бўйича реал эффект.курс (REER) динамикаси.



3.10.8. Экспорт-импортнинг инфляция + девальвация даражаларига нисбатан эластиклиги (коэф.)



3.10.10. Импорт товар таркибининг реал эффект. валюта курсига нисбатан эластиклиги, коэф.

Маълум: Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида муаллиф ҳисоб-киتابи.
 Изох: 3.10.7-расмдаги эластиклик кўрсаткичи экспорт-импорт ҳажмларининг реал эффект. валюта курсига нисбатан эластиклиги бўлиши билан, 3.10.8-расмдаги эластиклик кўрсаткичи экспорт-импорт ҳажмларининг реал эффект. валюта курсига нисбатан эластиклиги бўлиши билан, 3.10.9 ва 3.10.10-расмлардаги эластиклик кўрсаткичи экспорт-импорт товар таркибининг реал эффект. валюта курсининг реал эффект. валюта курсига нисбатан эластиклиги бўлиши билан ҳисобланган.

АҚШ доллари ва Сўм валюта жуфтлиги бўйича Augmented Dickey-Fuller ҳамда Phillips-Perron test натижалари

Null Hypothesis: LNR_USD_UZS has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=21)

	t-Statistic	Prob *
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.382792	0.1469
Test critical values		
1% level	-3.436885	
5% level	-2.864314	
10% level	-2.568299	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(LNR_USD_UZS)
 Method: Least Squares
 Date: 09/10/18 Time: 14:09
 Sample (adjusted): 1/18/2000 7/17/2018
 Included observations: 968 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
LNR_USD_UZS(-1)	-0.002980	0.001250	-2.382792	0.0174
C	0.025767	0.009118	2.826024	0.0048
R-squared	0.005843	Mean dependent var		0.004156
Adjusted R-squared	0.004814	S.D. dependent var		0.029161
S.E. of regression	0.029091	Akaike info criterion		-4.234714
Sum squared resid	0.817510	Schwarz criterion		-4.224642
Log likelihood	2051.602	Hannan-Quinn criter.		-4.230880
F-statistic	5.677697	Durbin-Watson stat		1.980009
Prob(F-statistic)	0.017374			

Null Hypothesis: LNR_USD_UZS has a unit root
 Exogenous: Constant
 Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.361027	0.1533
Test critical values:		
1% level	-3.436885	
5% level	-2.864314	
10% level	-2.568299	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Residual variance (no correction)	0.000845
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000877

Phillips-Perron Test Equation
 Dependent Variable: D(LNR_USD_UZS)
 Method: Least Squares
 Date: 09/10/18 Time: 17:49
 Sample (adjusted): 1/18/2000 7/17/2018
 Included observations: 968 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNR_USD_UZS(-1)	-0.002980	0.001250	-2.382792	0.0174
C	0.025767	0.009118	2.826024	0.0048
R-squared	0.005843	Mean dependent var		0.004156
Adjusted R-squared	0.004814	S.D. dependent var		0.029161
S.E. of regression	0.029091	Akaike info criterion		-4.234714
Sum squared resid	0.817510	Schwarz criterion		-4.224642
Log likelihood	2051.602	Hannan-Quinn criter.		-4.230880
F-statistic	5.677697	Durbin-Watson stat		1.980009
Prob(F-statistic)	0.017374			

Евро ва Сўм валюта жуфтлиги бўйича Augmented Dickey-Fuller ҳамда Phillips-Perron test натижалари

Null Hypothesis: LNR_EUR_UZS has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=21)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.538605	0.0166
Test critical values		
1% level	-3.436885	
5% level	-2.864314	
10% level	-2.568299	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LNR_EUR_UZS)

Method: Least Squares

Date: 09/10/18 Time: 17:45

Sample (adjusted): 1/18/2000 7/17/2018

Included observations: 968 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNR_EUR_UZS(-1)	-0.003365	0.001326	-2.538605	0.0113
C	0.029337	0.009923	2.956372	0.0032
R-squared	0.006627	Mean dependent var		0.004300
Adjusted R-squared	0.005599	S.D. dependent var		0.034210
S.E. of regression	0.034114	Akaike info criterion		-3.916137
Sum squared resid	1.124216	Schwarz criterion		-3.906064
Log likelihood	1897.410	Hannan-Quinn criter.		-3.912302
F-statistic	6.444518	Durbin-Watson stat		2.125064
Prob(F-statistic)	0.011286			

13-илова

Null Hypothesis: LNR_EUR_UZS has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.604851	0.0923
Test critical values:		
1% level	-3.436885	
5% level	-2.864314	
10% level	-2.568299	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values

Residual variance (no correction)	0.001161
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.001051

Phillips-Perron Test Equation

Dependent Variable: D(LNR_EUR_UZS)

Method: Least Squares

Date: 09/10/18 Time: 17:42

Sample (adjusted): 1/18/2000 7/17/2018

Included observations: 968 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNR_EUR_UZS(-1)	-0.003365	0.001326	-2.538605	0.0113
C	0.029337	0.009923	2.956372	0.0032
R-squared	0.006627	Mean dependent var		0.004300
Adjusted R-squared	0.005599	S.D. dependent var		0.034210
S.E. of regression	0.034114	Akaike info criterion		-3.916137
Sum squared resid	1.124216	Schwarz criterion		-3.906064
Log likelihood	1897.410	Hannan-Quinn criter.		-3.912302
F-statistic	6.444518	Durbin-Watson stat		2.125064
Prob(F-statistic)	0.011286			

АҚШ доллари ва Сўм ҳамда Евро ва Сўм валюта жуфтликлари резидуллари бўйича автокорреляция, қисман автокорреляция, Q статистикаси ва р-қиймат натижалари

Correlogram of LNR_USD/UZS

Date: 09/14/18 Time: 08:57

Sample: 1/11/2000 7/17/2018

Included observations: 969

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
*****	*****	1	0.992	0.992	955.80	0.000
*****		2	0.983	-0.007	1896.4	0.000
*****		3	0.975	-0.006	2821.9	0.000
*****		4	0.966	-0.007	3732.2	0.000
*****		5	0.958	-0.007	4627.5	0.000
*****		6	0.949	-0.008	5507.7	0.000
*****		7	0.941	-0.007	6372.9	0.000
*****		8	0.932	-0.008	7223.0	0.000
*****		9	0.923	-0.008	8058.1	0.000
*****		10	0.914	-0.007	8878.3	0.000
*****		11	0.905	-0.006	9683.6	0.000
*****		12	0.897	-0.007	10474	0.000
*****		13	0.888	-0.007	11250	0.000
*****		14	0.879	-0.007	12011	0.000
*****		15	0.870	-0.007	12757	0.000

Correlogram of LNR_EUR/UZS

Date: 09/14/18 Time: 08:59

Sample: 1/11/2000 7/17/2018

Included observations: 969

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
*****	*****	1	0.992	0.992	957.25	0.000
*****		2	0.985	0.005	1901.1	0.000
*****		3	0.977	-0.006	2831.6	0.000
*****		4	0.970	-0.008	3748.6	0.000
*****		5	0.962	-0.015	4652.1	0.000
*****		6	0.954	-0.009	5541.8	0.000
*****		7	0.946	-0.009	6417.7	0.000
*****		8	0.938	-0.009	7279.9	0.000
*****		9	0.930	-0.012	8128.1	0.000
*****		10	0.922	-0.008	8962.4	0.000
*****		11	0.914	-0.007	9782.7	0.000
*****		12	0.906	-0.008	10589	0.000
*****		13	0.897	-0.004	11382	0.000
*****		14	0.889	-0.010	12161	0.000
*****		15	0.881	-0.004	12926	0.000

Correlogram of Standardized Residuals Squared LNR_USD/UZS

Date: 09/14/18 Time: 09:47

Sample: 1/11/2000 7/17/2018

Included observations: 969

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*	
		1	-0.008	-0.008	0.6066	0.806
		2	0.024	0.024	0.6339	0.728
		3	0.002	0.002	0.6366	0.888
		4	-0.012	-0.012	0.7735	0.942
		5	0.009	0.009	0.8518	0.974
		6	-0.022	-0.021	1.3119	0.971
		7	0.021	0.020	1.7407	0.973
		8	0.005	0.007	1.7699	0.987
		9	0.007	0.007	1.8245	0.994
		10	0.084	0.083	8.6919	0.562
		11	-0.015	-0.013	8.9066	0.631
		12	0.025	0.021	9.5356	0.657
		13	0.001	0.003	9.5373	0.731
		14	-0.001	-0.000	9.5378	0.795
		15	-0.021	-0.023	9.9849	0.821

*Probabilities may not be valid for this equation specification.

Correlogram of Standardized Residuals Squared LNR_USD/UZS

Date: 09/14/18 Time: 11:41

Sample: 1/11/2000 7/17/2018

Included observations: 969

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob*	
		1	-0.009	-0.009	0.0814	0.775
		2	0.030	0.030	0.9350	0.627
		3	0.001	0.002	0.9362	0.817
		4	-0.011	-0.012	1.0506	0.902
		5	0.010	0.010	1.1481	0.950
		6	-0.023	-0.022	1.6632	0.948
		7	0.026	0.025	2.3006	0.941
		8	0.006	0.008	2.3419	0.969
		9	0.013	0.012	2.5148	0.980
		10	0.097	0.096	11.681	0.307
		11	-0.016	-0.014	11.917	0.370
		12	0.031	0.025	12.886	0.377
		13	0.001	0.004	12.888	0.457
		14	-0.003	-0.003	12.894	0.535
		15	-0.027	-0.029	13.614	0.555

*Probabilities may not be valid for this equation specification.

АҚШ доллари ва Сўм ҳамда Евро ва Сўм валюта жуфтликлари бўйича
ARCH ва GARCH Oilasi моделларининг эконометрик таҳлил натижалари

ARCH

Dependent Variable: LNR_USD_UZS

Method: ML - ARCH

Date: 09/13/18 Time: 11:43

Sample: 1/11/2000 7/17/2018

Included observations: 969

Convergence achieved after 18 iterations

Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Presample variance: backcast (parameter = 0.7)

GARCH = C(3) + C(4)*RESID(-1)^2

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
LNR_EUR_UZS	0.890179	0.001703	522.8218	0.0000
C	0.573477	0.012528	45.77440	0.0000
Variance Equation				
C	0.000184	2.12E-05	8.676307	0.0000
RESID(-1)^2	1.062097	0.103413	10.27043	0.0000
R-squared	0.968579	Mean dependent var		7.254696
Adjusted R-squared	0.968546	S.D. dependent var		0.749743
S.E. of regression	0.132969	Akaike info criterion		-2.463945
Sum squared resid	17.09720	Schwarz criterion		-2.443816
Log likelihood	1197.781	Hannan-Quinn criter.		-2.456283
Durbin-Watson stat	0.014830			

Dependent Variable: LNR_USD_UZS

Method: ML ARCH - Student's t distribution (BFGS / Marquardt steps)

Date: 09/13/18 Time: 11:50

Sample: 1/11/2000 7/17/2018

Included observations: 969

Convergence achieved after 25 iterations

Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Presample variance: backcast (parameter = 0.7)

GARCH = C(3) + C(4)*RESID(-1)^2

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
LNR_EUR_UZS	0.888400	0.001446	614.2215	0.0000
C	0.589455	0.010784	54.65766	0.0000
Variance Equation				
C	0.000132	1.63E-05	8.101469	0.0000
RESID(-1)^2	1.111910	0.139420	7.975239	0.0000
T-DIST. DOF	24.04000	3.805516	6.317146	0.0000
R-squared	0.969107	Mean dependent var		7.254696
Adjusted R-squared	0.969075	S.D. dependent var		0.749743
S.E. of regression	0.131847	Akaike info criterion		-2.490768
Sum squared resid	16.80596	Schwarz criterion		-2.465607
Log likelihood	1211.777	Hannan-Quinn criter.		-2.481190
Durbin-Watson stat	0.015045			

Dependent Variable: LNR_EUR_UZS

Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)

Date: 09/13/18 Time: 09:37

Sample: 1/11/2000 7/17/2018

Included observations: 969

Convergence achieved after 32 iterations

Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Presample variance: backcast (parameter = 0.7)

GARCH = C(3) + C(4)*RESID(-1)^2

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
LNR_USD_UZS	1.116229	0.001825	611.6051	0.0000
C	-0.592749	0.012972	-45.69507	0.0000
Variance Equation				
C	0.000235	2.66E-05	8.827906	0.0000
RESID(-1)^2	1.050532	0.095034	11.05430	0.0000
R-squared	0.967950	Mean dependent var		7.441286
Adjusted R-squared	0.967917	S.D. dependent var		0.828872
S.E. of regression	0.148466	Akaike info criterion		-2.237315
Sum squared resid	21.31468	Schwarz criterion		-2.217186
Log likelihood	1087.979	Hannan-Quinn criter.		-2.229653
Durbin-Watson stat	0.014946			

Dependent Variable: LNR_EUR_UZS

Method: ML ARCH - Student's t distribution (BFGS / Marquardt steps)

Date: 09/13/18 Time: 09:38

Sample: 1/11/2000 7/17/2018

Included observations: 969

Convergence achieved after 32 iterations

Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Presample variance: backcast (parameter = 0.7)

GARCH = C(3) + C(4)*RESID(-1)^2

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
LNR_USD_UZS	1.122281	0.001987	564.8295	0.0000
C	-0.640013	0.014383	-44.49700	0.0000
Variance Equation				
C	0.000176	2.17E-05	8.116508	0.0000
RESID(-1)^2	1.098840	0.138617	7.927168	0.0000
T-DIST. DOF	25.87464	4.327673	5.978880	0.0000
R-squared	0.968282	Mean dependent var		7.441286
Adjusted R-squared	0.968249	S.D. dependent var		0.828872
S.E. of regression	0.147696	Akaike info criterion		-2.256998
Sum squared resid	21.09416	Schwarz criterion		-2.231836
Log likelihood	1098.515	Hannan-Quinn criter.		-2.247420
Durbin-Watson stat	0.015158			

GARCH (1, 1)

Dependent Variable: LNR_USD_UZS
 Method: GARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)
 Date: 09/13/18 Time: 17:42
 Sample: 1/11/2000 7/17/2018
 Included observations: 969
 Convergence achieved after 45 iterations
 Coefficient covariance computed using outer product of gradients
 Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
 GARCH = C(3) + C(4)*RESID(-1)^2 + C(5)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
LNR_USD_UZS	0.837773	0.000953	879.0586	0.0000
C	0.990474	0.006924	143.0440	0.0000
Variance Equation				
C	3.74E-05	9.42E-06	3.965296	0.0001
RESID(-1)^2	0.877140	0.110318	7.950997	0.0000
GARCH(-1)	0.190516	0.041018	4.644653	0.0000
R-squared	0.969075	Mean dependent var		7.254696
Adjusted R-squared	0.969043	S.D. dependent var		0.749743
S.E. of regression	0.131915	Akaike info criterion		-2.637700
Sum squared resid	16.82722	Schwarz criterion		-2.612539
Log likelihood	1282.966	Hannan-Quinn criter.		-2.628123
Durbin-Watson stat	0.014117			

Dependent Variable: LNR_USD_UZS
 Method: GARCH - Student's t distribution (BFGS / Marquardt steps)
 Date: 09/13/18 Time: 17:44
 Sample: 1/11/2000 7/17/2018
 Included observations: 969
 Convergence achieved after 56 iterations
 Coefficient covariance computed using outer product of gradients
 Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
 GARCH = C(3) + C(4)*RESID(-1)^2 + C(5)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
LNR_USD_UZS	0.888492	0.001391	638.8515	0.0000
C	0.587748	0.010376	56.64436	0.0000
Variance Equation				
C	8.21E-05	1.58E-05	5.206792	0.0000
RESID(-1)^2	0.992913	0.162783	6.099618	0.0000
GARCH(-1)	0.119848	0.056329	2.127628	0.0334
T-DIST. DOF	24.21723	3.998389	6.056749	0.0000
R-squared	0.968908	Mean dependent var		7.254696
Adjusted R-squared	0.968876	S.D. dependent var		0.749743
S.E. of regression	0.132270	Akaike info criterion		-2.501300
Sum squared resid	16.91790	Schwarz criterion		-2.471107
Log likelihood	1217.880	Hannan-Quinn criter.		-2.489807
Durbin-Watson stat	0.014951			

Dependent Variable: LNR_EUR_UZS
 Method: GARCH
 Date: 09/13/18 Time: 09:41
 Sample: 1/11/2000 7/17/2018
 Included observations: 969
 Convergence achieved after 42 iterations
 Coefficient covariance computed using outer product of gradients
 Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
 GARCH = C(3) + C(4)*RESID(-1)^2 + C(5)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
LNR_USD_UZS	1.107221	0.002044	541.6360	0.0000
C	-0.523816	0.014782	-35.43521	0.0000
Variance Equation				
C	0.000120	2.86E-05	4.212064	0.0000
RESID(-1)^2	0.895947	0.084231	10.63684	0.0000
GARCH(-1)	0.168949	0.048651	3.472680	0.0005
R-squared	0.967565	Mean dependent var		7.441286
Adjusted R-squared	0.967532	S.D. dependent var		0.828872
S.E. of regression	0.149354	Akaike info criterion		-2.246244
Sum squared resid	21.57044	Schwarz criterion		-2.221083
Log likelihood	1093.305	Hannan-Quinn criter.		-2.236666
Durbin-Watson stat	0.014691			

Dependent Variable: LNR_EUR_UZS
 Method: GARCH - Student's t distribution (BFGS / Marquardt steps)
 Date: 09/13/18 Time: 09:42
 Sample: 1/11/2000 7/17/2018
 Included observations: 969
 Convergence achieved after 51 iterations
 Coefficient covariance computed using outer product of gradients
 Presample variance: backcast (parameter = 0.7)
 GARCH = C(3) + C(4)*RESID(-1)^2 + C(5)*GARCH(-1)

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
LNR_USD_UZS	1.123227	0.001815	618.7448	0.0000
C	-0.645403	0.013123	-49.18021	0.0000
Variance Equation				
C	0.000110	2.08E-05	5.283884	0.0000
RESID(-1)^2	0.984716	0.162200	6.070994	0.0000
GARCH(-1)	0.119234	0.057237	2.083155	0.0372
T-DIST. DOF	25.47143	4.460224	5.710795	0.0000
R-squared	0.967970	Mean dependent var		7.441286
Adjusted R-squared	0.967937	S.D. dependent var		0.828872
S.E. of regression	0.148419	Akaike info criterion		-2.266808
Sum squared resid	21.30122	Schwarz criterion		-2.236614
Log likelihood	1104.268	Hannan-Quinn criter.		-2.255315
Durbin-Watson stat	0.015020			

EGARCH (1, 1)

Dependent Variable: LNR_USD_UZS

Method: EGARCH

Date: 09/13/18 Time: 11:51

Sample: 1/11/2000 7/17/2018

Included observations: 969

Failure to improve likelihood (non-zero gradients) after 31 iterations

Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Presample variance: backcast (parameter = 0.7)

$$\text{LOG(GARCH)} = C(3) + C(4) * \text{ABS}(\text{RESID}(-1) / \sqrt{\text{GARCH}(-1)}) + C(5) * \text{RESID}(-1) / \sqrt{\text{GARCH}(-1)} + C(6) * \text{LOG}(\text{GARCH}(-1))$$

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
LNR_EUR_UZS	0.885180	0.000532	1664.066	0.0000
C	0.611438	0.003967	154.1287	0.0000

Variance Equation

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C(3)	-3.064710	0.335137	-9.144649	0.0000
C(4)	2.101987	0.086460	24.31170	0.0000
C(5)	0.188401	0.083637	2.125545	0.0335
C(6)	0.793409	0.041927	18.92379	0.0000

R-squared	0.968668	Mean dependent var	7.254696
Adjusted R-squared	0.968636	S.D. dependent var	0.749743
S.E. of regression	0.132779	Akaike info criterion	-2.491406
Sum squared resid	17.04850	Schwarz criterion	-2.461213
Log likelihood	1213.086	Hannan-Quinn criter.	-2.479913
Durbin-Watson stat	0.014767		

Dependent Variable: LNR_USD_UZS

Method: EGARCH - Student's t distribution (BFGS / Marquardt steps)

Date: 09/13/18 Time: 11:52

Sample: 1/11/2000 7/17/2018

Included observations: 969

Convergence not achieved after 500 iterations

Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Presample variance: backcast (parameter = 0.7)

$$\text{LOG(GARCH)} = C(3) + C(4) * \text{ABS}(\text{RESID}(-1) / \sqrt{\text{GARCH}(-1)}) + C(5) * \text{RESID}(-1) / \sqrt{\text{GARCH}(-1)} + C(6) * \text{LOG}(\text{GARCH}(-1))$$

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
LNR_EUR_UZS	0.885223	0.000520	1703.979	0.0000
C	0.611132	0.003876	157.6524	0.0000

Variance Equation

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C(3)	-2.988891	0.333477	-8.962806	0.0000
C(4)	2.076313	0.112721	18.41998	0.0000
C(5)	0.182631	0.094979	1.922855	0.0545
C(6)	0.802354	0.041789	19.20033	0.0000
T-DIST. DOF	186.4115	531.2204	0.350912	0.7257

R-squared	0.968672	Mean dependent var	7.254696
Adjusted R-squared	0.968639	S.D. dependent var	0.749743
S.E. of regression	0.132771	Akaike info criterion	-2.488565
Sum squared resid	17.04649	Schwarz criterion	-2.453339
Log likelihood	1212.710	Hannan-Quinn criter.	-2.475156
Durbin-Watson stat	0.014770		

Dependent Variable: LNR_EUR_UZS

Method: PARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)

Date: 09/13/18 Time: 09:46

Sample: 1/11/2000 7/17/2018

Included observations: 969

Failure to improve likelihood (non-zero gradients) after 52 iterations

Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Presample variance: backcast (parameter = 0.7)

$$\text{LOG(GARCH)} = C(3) + C(4) * \text{ABS}(\text{RESID}(-1) / \sqrt{\text{GARCH}(-1)}) + C(5) * \text{RESID}(-1) / \sqrt{\text{GARCH}(-1)} + C(6) * \text{LOG}(\text{GARCH}(-1))$$

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
LNR_USD_UZS	1.108300	0.000901	1230.205	0.0000
C	-0.529844	0.006824	-77.64845	0.0000

Variance Equation

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C(3)	0.006080	0.007583	0.801725	0.4227
C(4)	0.717396	0.130635	5.491594	0.0000
C(5)	0.019153	0.059809	0.320234	0.7488
C(6)	0.245131	0.070314	3.486231	0.0005
C(7)	0.991771	0.305778	3.243438	0.0012

R-squared	0.967178	Mean dependent var	7.441286
Adjusted R-squared	0.967144	S.D. dependent var	0.828872
S.E. of regression	0.150243	Akaike info criterion	-2.247133
Sum squared resid	21.82818	Schwarz criterion	-2.211907
Log likelihood	1095.736	Hannan-Quinn criter.	-2.233724
Durbin-Watson stat	0.014527		

Dependent Variable: LNR_EUR_UZS

Method: ML ARCH - Student's t distribution (BFGS / Marquardt steps)

Date: 09/13/18 Time: 09:46

Sample: 1/11/2000 7/17/2018

Included observations: 969

Failure to improve likelihood (non-zero gradients) after 305 iterations

Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Presample variance: backcast (parameter = 0.7)

$$\text{LOG(GARCH)} = C(3) + C(4) * \text{ABS}(\text{RESID}(-1) / \sqrt{\text{GARCH}(-1)}) + C(5) * \text{RESID}(-1) / \sqrt{\text{GARCH}(-1)} + C(6) * \text{LOG}(\text{GARCH}(-1))$$

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
LNR_USD_UZS	1.124670	0.000745	1508.866	0.0000
C	-0.653546	0.005104	-128.0527	0.0000

Variance Equation

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C(3)	0.002931	0.004794	0.611418	0.5409
C(4)	0.835495	0.181957	4.591721	0.0000
C(5)	0.007053	0.068924	0.102330	0.9185
C(6)	0.175388	0.072528	2.418211	0.0156
C(7)	1.167127	0.400113	2.916993	0.0035
T-DIST. DOF	29.24094	6.984004	4.186845	0.0000

R-squared	0.967465	Mean dependent var	7.441286
Adjusted R-squared	0.967432	S.D. dependent var	0.828872
S.E. of regression	0.149584	Akaike info criterion	-2.263764
Sum squared resid	21.63687	Schwarz criterion	-2.223506
Log likelihood	1104.794	Hannan-Quinn criter.	-2.248440
Durbin-Watson stat	0.014801		

Ўртача ва фарқланувчи баҳолаш тенгلامаси бўйича АКШ доллари ва Сўм валюта жуфтлигининг ARCH ва GARCH оиласи моделлари бўйича қиёсий таҳлили – нормал тақсимот усулида (Normal distribution)

Кўрсаткичлар (Parameter)	ML-ARCH (5, 0)	GARCH/TARCH (1,1)	EGARCH (1, 1)	IGARCH (1, 1)	PARCH (1, 1)
ω	0.000184 (0.0000)	3.74E-05 (0.0000)	0.611438 (0.0000)	0.994940 (0.0000)	0.584145 (0.0000)
α	1.062097 (0.0000)	0.877140 (0.0000)	0.188401 (0.0000)	0.430284 (0.0000)	0.786519 (0.0000)
β		0.190516 (0.0000)	0.793409 (0.0000)	0.569716 (0.0000)	0.119752 (0.0082)
$\alpha + \beta < 1$	1.062097	1.067656	0.98181	1.000000	0.906271
ARCH LM Test (ARCH effect)	(0.9739)	(0.1340)	(0.4335)	(0.0000)	(0.9435)
AIC	-2.463945	-2.637700	-2.491406	-2.548809	-2.489229
SC	-2.443816	-2.612539	-2.461213	-2.533712	-2.454003
HQ	-2.456283	-2.628123	-2.479913	-2.543062	-2.475820
Obs	969	969	969	969	969

Маъна: E-views дастури асосида муаллиф ҳисоб-китоби.

Бу ерда: AIC (Akaike information criterion); SC (Schwarz criterion); HQ (Hannan-Quinn criterion) ахборот мезонлари.

Ўртача ва фарқланувчи баҳолаш тенгلامаси бўйича Евро ва Сўм валюта жуфтлигининг ARCH ва GARCH оиласи моделлари бўйича қиёсий таҳлили – нормал тақсимот усулида (Normal distribution)

Кўрсаткичлар (Parameter)	ML-ARCH (5, 0)	GARCH/TARCH (1,1)	EGARCH (1, 1)	IGARCH (1, 1)	PARCH (1, 1)
ω	0.000235 (0.0000)	0.000120 (0.0000)	-0.515735 (0.0000)	-0.538014 (0.0000)	-0.529844 (0.0000)
α	1.050532 (0.0000)	0.895947 (0.0000)	-1.822035 (0.0000)	0.506193 (0.0000)	0.717396 (0.0000)
β		0.168949 (0.0005)	0.885632 (0.0000)	0.493807 (0.0000)	0.245131 (0.0005)
$\alpha + \beta$	1.050532	1.064896	0.936403	1.000000	0.962527
ARCH LM Test (ARCH effect)	(0.7761)	(0.9219)	(0.9869)	(0.1138)	(0.9644)
AIC	-2.237315	-2.246244	-2.239449	-2.189588	-2.247133
SC	-2.217186	-2.221083	-2.209255	-2.174491	-2.211907
HQ	-2.229653	-2.236666	-2.227955	-2.183841	-2.233724
Obs	969	969	969	969	969

Маъна: E-views дастури асосида муаллиф ҳисоб-китоби.

Бу ерда: AIC (Akaike information criterion); SC (Schwarz criterion); HQ (Hannan-Quinn criterion) ахборот мезонлари.

Ўртача ва фарқланувчи баҳолаш тенгلامаси бўйича АКШ доллари ва Сўм валюта жуфтлигининг ARCH ва GARCH оиласи моделлари бўйича қиёсий таҳлили – t-студент тақсимоти (t-student distribution)

Кўрсаткичлар (Parameter)	ARCH (1)	GARCH/TARCH (1,1)	EGARCH (1, 1)	IGARCH (1, 1)	PARCH (1, 1)
ω	0.000132 (0.0000)	8.21E-05 (0.0000)	0.611132 (0.0000)	1.074435 (0.4624)	0.586964 (0.0000)
α	1.111910 (0.0000)	0.992913 (0.0000)	0.182631 (0.0545)	0.501512 (0.0000)	0.309468 (0.0000)
β		0.119848 (0.0334)	0.802354 (0.0000)	0.498488 (0.0000)	0.183964 (0.0082)
$\alpha + \beta < 1$	1.111910	1.112761	0.984985	1.00000	0.993432
ARCH LM Test (ARCH effect)	(0.8206)	(0.9280)	(0.4567)	(0.0000)	(0.8275)
AIC	-2.490768	-2.501300	-2.488565	-2.569558	-2.499772
SC	-2.465607	-2.471107	-2.453339	-2.549429	-2.459514
HQ	-2.481190	-2.489807	-2.475156	-2.561896	-2.484448
Obs	969	969	969	969	969

Маъна: E-views дастури асосида муаллиф ҳисоб-китоби.

Бу ерда: AIC (Akaike information criterion); SC (Schwarz criterion); HQ (Hannan-Quinn criterion) ахборот мезонлари.

Ўртача ва фарқланувчи баҳолаш тенгلامаси бўйича Евро ва Сўм валюта жуфтлигининг ARCH ва GARCH оиласи моделлари бўйича қиёсий таҳлили – t-студент тақсимоти (t-student distribution)

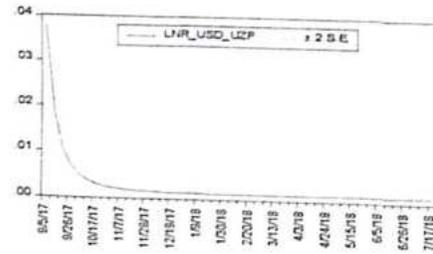
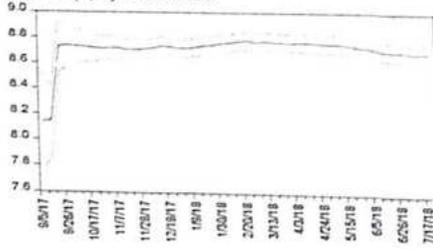
Кўрсаткичлар (Parameter)	ARCH (1)	GARCH/TARCH (1,1)	EGARCH (1, 1)	IGARCH (1, 1)	PARCH (1, 1)
ω	0.000176 (0.0000)	0.000110 (0.0000)	-0.468974 (0.4624)	-1.019067 (0.0000)	-0.653546 (0.0000)
α	1.098840 (0.0000)	0.984716 (0.0000)	-0.064298 (0.0000)	0.421643 (0.0000)	0.835495 (0.0000)
β		0.119234 (0.0372)	0.898291 (0.0000)	0.578357 (0.0000)	0.175388 (0.0156)
$\alpha + \beta$	1.098840	1.10395	0.833993	1.00000	1.010883
ARCH LM Test (ARCH effect)	(0.8038)	(0.9451)	(0.9456)	(0.0003)	(0.8452)
AIC	-2.256998	-2.266808	-2.231609	-2.213641	-2.263764
SC	-2.231836	-2.236614	-2.196384	-2.193512	-2.223506
HQ	-2.247420	-2.255315	-2.218201	-2.205979	-2.248440
Obs	969	969	969	969	969

Маъна: E-views дастури асосида муаллиф ҳисоб-китоби.

Бу ерда: AIC (Akaike information criterion); SC (Schwarz criterion); HQ (Hannan-Quinn criterion) ахборот мезонлари.

Динамик прогноз буйича (нормал таксимот)

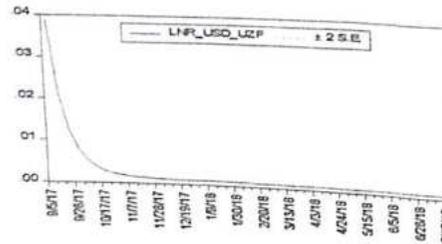
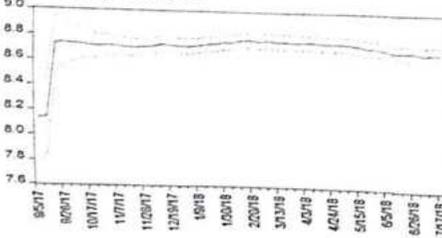
EGARCH (1, 1) USD/UZS



Forecast of Variance

Forecast: LNR_USD_UZF	
Actual: LNR_USD_UZS	
Forecast sample: 9/05/2017 7/17/2018	
Included observations: 46	
Root Mean Squared Error	0.259686
Mean Absolute Error	0.258703
Mean Abs. Percent Error	2.883333
Theil Inequality Coefficient	0.014689
Bias Proportion	0.992441
Variance Proportion	0.001443
Covariance Proportion	0.006116
Theil U2 Coefficient	2.487500
Symmetric MAPE	2.625798

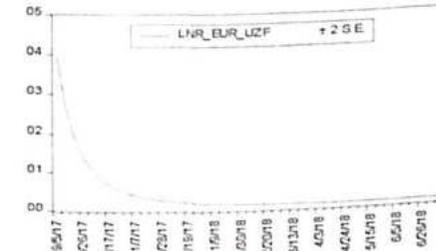
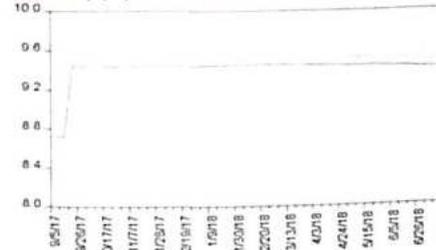
PARCH (1, 1) USD/UZS



Forecast of Variance

Forecast: LNR_USD_UZF	
Actual: LNR_USD_UZS	
Forecast sample: 9/05/2017 7/17/2018	
Included observations: 46	
Root Mean Squared Error	0.256352
Mean Absolute Error	0.255371
Mean Abs. Percent Error	2.846250
Theil Inequality Coefficient	0.014497
Bias Proportion	0.992357
Variance Proportion	0.001344
Covariance Proportion	0.006299
Theil U2 Coefficient	2.455376
Symmetric MAPE	2.687627

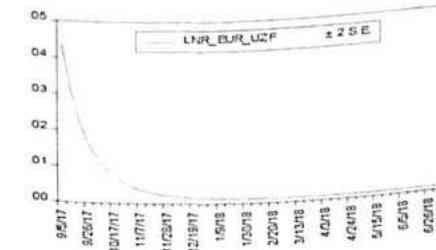
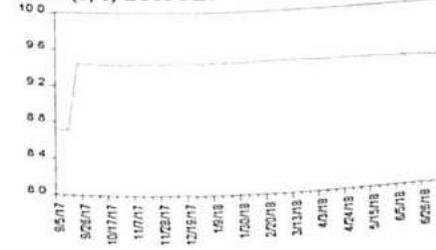
EGARCH (1, 1) EUR/UZS



Forecast of Variance

Forecast: LNR_EUR_UZF	
Actual: LNR_EUR_UZS	
Forecast sample: 9/05/2017 7/17/2018	
Included observations: 46	
Root Mean Squared Error	0.258506
Mean Absolute Error	0.257382
Mean Abs. Percent Error	2.812948
Theil Inequality Coefficient	0.013931
Bias Proportion	0.991326
Variance Proportion	0.000561
Covariance Proportion	0.007713
Theil U2 Coefficient	2.431877
Symmetric MAPE	2.773618

PARCH (1, 1) EUR/UZS

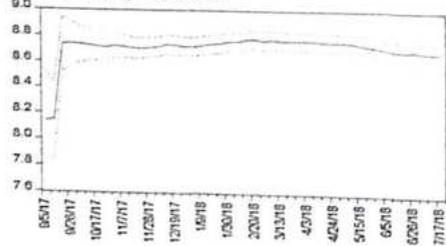


Forecast of Variance

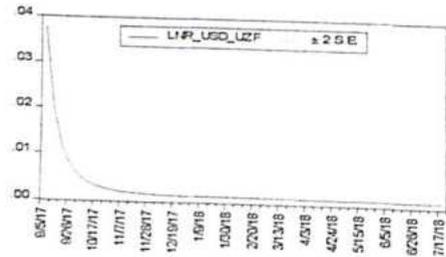
Forecast: LNR_EUR_UZF	
Actual: LNR_EUR_UZS	
Forecast sample: 9/05/2017 7/17/2018	
Included observations: 46	
Root Mean Squared Error	0.262242
Mean Absolute Error	0.261125
Mean Abs. Percent Error	2.853817
Theil Inequality Coefficient	0.014129
Bias Proportion	0.991495
Variance Proportion	0.000997
Covariance Proportion	0.007508
Theil U2 Coefficient	2.467075
Symmetric MAPE	2.813351

Динамик прогноз бүйича (t-студент таксимот)

EGARCH (1, 1) USD/UZS

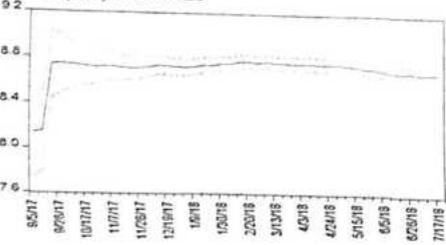


Forecast	LNR_USD_UZF
Actual	LNR_USD_UZF
Forecast sample	9/05/2017 7/17/2018
Included observations	46
Root Mean Squared Error	0.259599
Mean Absolute Error	0.258615
Mean Abs. Percent Error	2.882356
Theil Inequality Coefficient	0.014684
Bias Proportion	0.992438
Variance Proportion	0.001443
Covariance Proportion	0.006120
Theil U2 Coefficient	2.486659
Symmetric MAPE	2.924792

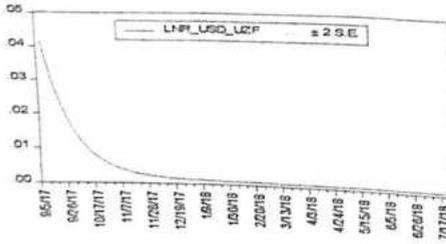


Forecast of Variance

PARCH (1, 1) USD/UZS

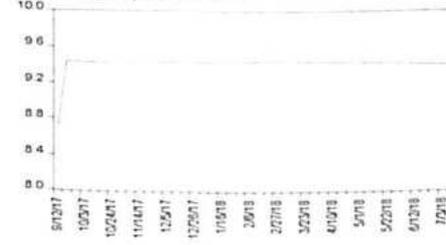


Forecast	LNR_USD_UZF
Actual	LNR_USD_UZF
Forecast sample	9/05/2017 7/17/2018
Included observations	46
Root Mean Squared Error	0.255143
Mean Absolute Error	0.254156
Mean Abs. Percent Error	2.832694
Theil Inequality Coefficient	0.014428
Bias Proportion	0.992279
Variance Proportion	0.001363
Covariance Proportion	0.006358
Theil U2 Coefficient	2.443844
Symmetric MAPE	2.873677



Forecast of Variance

EGARCH (1, 1) EUR/UZS

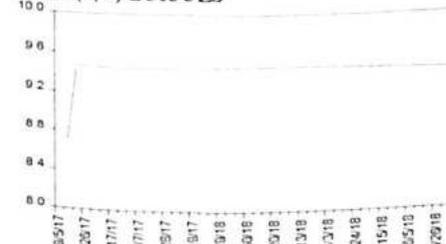


Forecast	LNR_EUR_UZF
Actual	LNR_EUR_UZF
Forecast sample	9/12/2017 7/17/2018
Included observations	45
Root Mean Squared Error	0.251163
Mean Absolute Error	0.250111
Mean Abs. Percent Error	2.729848
Theil Inequality Coefficient	0.013520
Bias Proportion	0.991641
Variance Proportion	0.000174
Covariance Proportion	0.008185
Theil U2 Coefficient	2.334084
Symmetric MAPE	2.692785

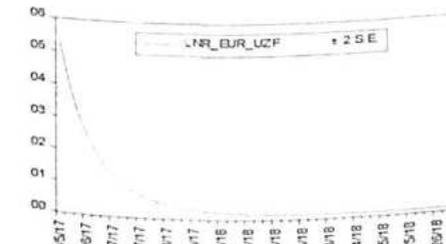


Forecast of Variance

PARCH (1, 1) EUR/UZS



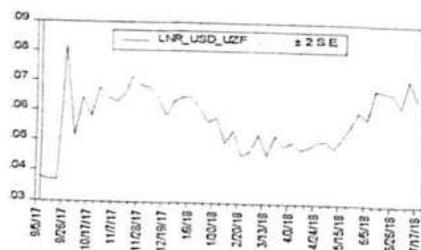
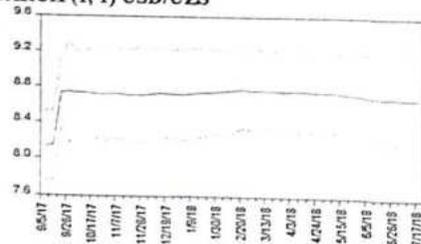
Forecast	LNR_EUR_UZF
Actual	LNR_EUR_UZF
Forecast sample	9/05/2017 7/17/2018
Included observations	46
Root Mean Squared Error	0.285340
Mean Absolute Error	0.284228
Mean Abs. Percent Error	3.106031
Theil Inequality Coefficient	0.015355
Bias Proportion	0.992218
Variance Proportion	0.001346
Covariance Proportion	0.006436
Theil U2 Coefficient	2.685027
Symmetric MAPE	3.058197



Forecast of Variance

Статистик прогноз бўйича (нормал тақсимот)

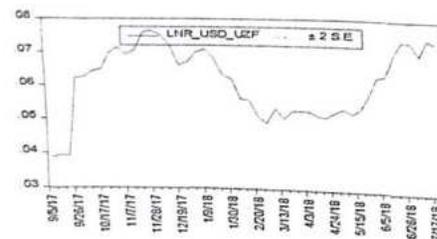
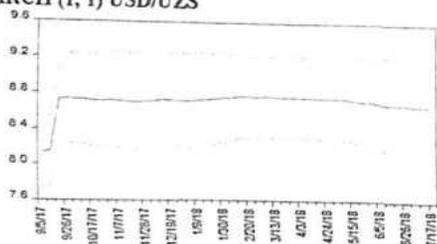
EGARCH (1, 1) USD/UZS



Forecast of Variance

Forecast LNR_USD_UZF	
Actual LNR_USD_UZS	
Forecast sample 9/05/2017 7/17/2018	
Included observations: 46	
Root Mean Squared Error	0.259666
Mean Absolute Error	0.258703
Mean Abs. Percent Error	2.883333
Theil Inequality Coefficient	0.014689
Bias Proportion	0.992441
Variance Proportion	0.001443
Covariance Proportion	0.006116
Theil U2 Coefficient	2.487500
Symmetric MAPE	2.925798

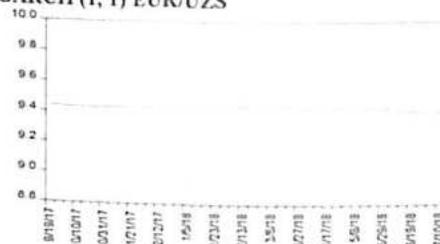
PARCH (1, 1) USD/UZS



Forecast of Variance

Forecast LNR_USD_UZF	
Actual LNR_USD_UZS	
Forecast sample 9/05/2017 7/17/2018	
Included observations: 46	
Root Mean Squared Error	0.256352
Mean Absolute Error	0.255371
Mean Abs. Percent Error	2.846250
Theil Inequality Coefficient	0.014497
Bias Proportion	0.992357
Variance Proportion	0.001344
Covariance Proportion	0.006299
Theil U2 Coefficient	2.455376
Symmetric MAPE	2.887627

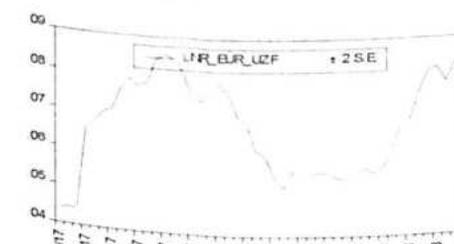
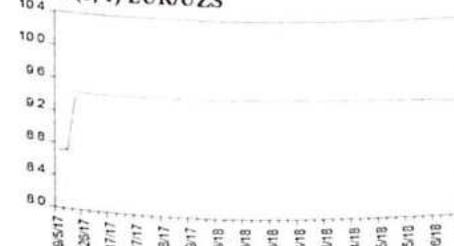
EGARCH (1, 1) EUR/UZS



Forecast of Variance

Forecast LNR_EUR_UZF	
Actual LNR_EUR_UZS	
Forecast sample 9/19/2017 7/17/2018	
Included observations: 44	
Root Mean Squared Error	0.260623
Mean Absolute Error	0.259694
Mean Abs. Percent Error	2.830454
Theil Inequality Coefficient	0.014001
Bias Proportion	0.992888
Variance Proportion	0.005536
Covariance Proportion	0.001576
Theil U2 Coefficient	27.95126
Symmetric MAPE	2.790660

PARCH (1, 1) EUR/UZS

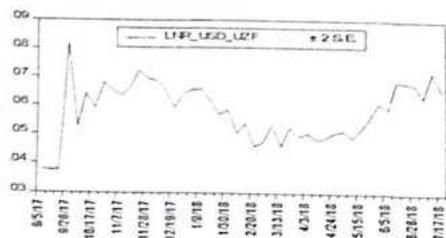
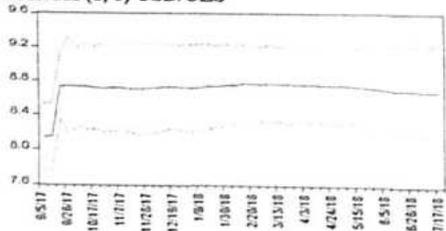


Forecast of Variance

Forecast LNR_EUR_UZF	
Actual LNR_EUR_UZS	
Forecast sample 9/05/2017 7/17/2018	
Included observations: 46	
Root Mean Squared Error	0.262242
Mean Absolute Error	0.261125
Mean Abs. Percent Error	2.853817
Theil Inequality Coefficient	0.014129
Bias Proportion	0.991495
Variance Proportion	0.000997
Covariance Proportion	0.007508
Theil U2 Coefficient	2.467075
Symmetric MAPE	2.813351

Статистик прогноз бўйича (t-студент тақсимот)

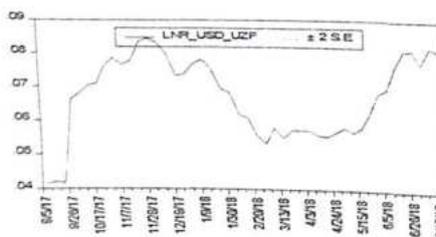
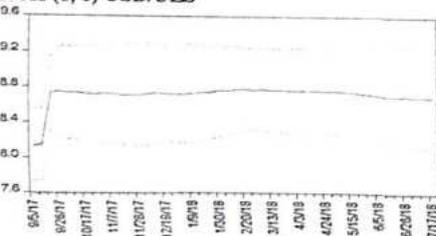
EGARCH (1, 1) USD/UZS



Forecast of Variance

Forecast LNR_USD_UZF	
Actual LNR_USD_UZF	
Forecast sample 9/05/2017 7/17/2018	
Included observations 46	
Root Mean Squared Error	0.250599
Mean Absolute Error	0.258615
Mean Abs. Percent Error	2.812356
Theil Inequality Coefficient	0.014684
Bias Proportion	0.992438
Variance Proportion	0.001443
Covariance Proportion	0.006120
Theil U2 Coefficient	2.486659
Symmetric MAPE	2.924792

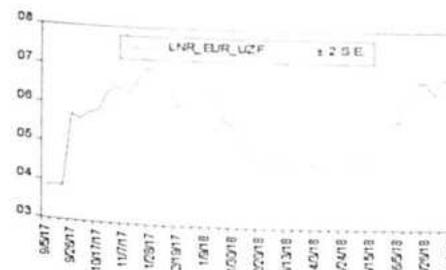
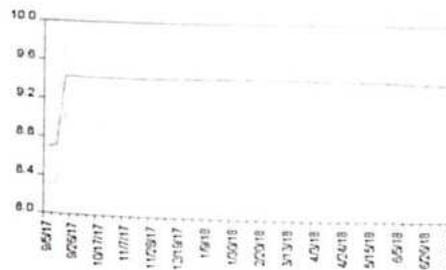
PARCH (1, 1) USD/UZS



Forecast of Variance

Forecast LNR_USD_UZF	
Actual LNR_USD_UZF	
Forecast sample 9/05/2017 7/17/2018	
Included observations 46	
Root Mean Squared Error	0.255143
Mean Absolute Error	0.254156
Mean Abs. Percent Error	2.832694
Theil Inequality Coefficient	0.014428
Bias Proportion	0.992279
Variance Proportion	0.001363
Covariance Proportion	0.006358
Theil U2 Coefficient	2.443844
Symmetric MAPE	2.873677

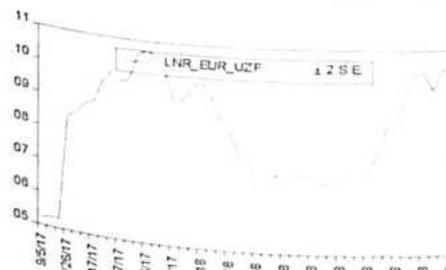
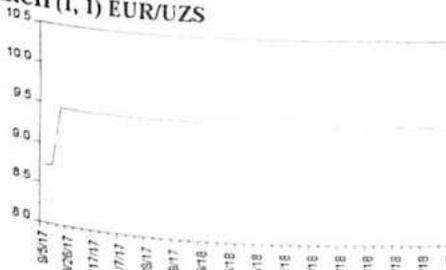
EGARCH (1, 1) EUR/UZS



Forecast of Variance

Forecast LNR_EUR_UZF	
Actual LNR_EUR_UZF	
Forecast sample 9/05/2017 7/17/2018	
Included observations 46	
Root Mean Squared Error	0.250204
Mean Absolute Error	0.249074
Mean Abs. Percent Error	2.722252
Theil Inequality Coefficient	0.013489
Bias Proportion	0.990986
Variance Proportion	0.000826
Covariance Proportion	0.008188
Theil U2 Coefficient	2.353513
Symmetric MAPE	2.685386

PARCH (1, 1) EUR/UZS



Forecast of Variance

Forecast LNR_EUR_UZF	
Actual LNR_EUR_UZF	
Forecast sample 9/05/2017 7/17/2018	
Included observations 46	
Root Mean Squared Error	0.285340
Mean Absolute Error	0.284228
Mean Abs. Percent Error	3.106031
Theil Inequality Coefficient	0.015355
Bias Proportion	0.992218
Variance Proportion	0.001346
Covariance Proportion	0.006436
Theil U2 Coefficient	2.685027
Symmetric MAPE	3.058197

Айрим иқтисодчилар томонидан ИТРнинг иқтисодиётга таъсирини баҳолаш бўйича олиб борилган тадқиқотларнинг хулосалари

Иқтисодчилар	Баҳолаш усуллари	Таъсирланган мамлакатлар	Узоқ муддатли истиқболда ИТРнинг иқтисодиётга таъсири
Hu, 2003	Дескриптив	Ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар	Ижобий таъсир
Sheridan, Ball, 2005	Difference in deference	Ривожланган мамлакатлар	Таъсири нуқ
Walsh, 2009	Matching	Ривожланган мамлакатлар	Таъсири нуқ
Fang et al., 2009	Matching	Ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар	Таъсири нуқ
Brito, Bystedt, 2010	Generalized method of moments	Ривожланаётган мамлакатлар	Салбий таъсир
Mollick et al., 2011	Fixed/Random affect;	Ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар	Ижобий таъсир
Kurihara, 2013	Generalized method of moments	Ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар	Ижобий таъсир
Ayres et al., 2014	Generalized method of moments	Ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар	Ижобий таъсир
Hale, Philippov, 2015	Matching	Ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар	Ижобий таъсир
Картаев и др., 2016	Generalized method of moments	Ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар	Ривожланган мамлакатларда ижобий; ривожланаётган мамлакатларда салбий
de Guimaraes e Souza et al., 2016	Fixed effect model	Ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар	Ижобий таъсир

Манба: Картаев Ф. Полезно ли инфляционное таргетирование для экономического роста // Вопросы экономики. 2017. №2. с.65.

ЗАФАР БЕРДИНАЗАРОВ

ВАЛЮТА СИЁСАТИ МЕТОДОЛОГИЯСИНИ
ТАКОМИЛЛАШТИРИШНИНГ НАЗАРИЙ ВА АМАЛИЙ
АСОСЛАРИ

Монография

Мухаррир Ф.Мухаммадиева
Сахифаловчи М.Турсунов

Нашриёт лицензияси: АИ №009 20.07.2018.
Босишга рухсат этилди 27.10.2018. Формат 60x84 ¹/16
Гарнитура Times. Офсет қоғози. Ризограф босма усули
Шартли босма табоғи 15,6 Нашр босма табоғи 15,5
Адади 100. Буюртма № 2018/21

“Инновацион ривожланиш нашриёт-матбаа уйи” ДУК босмахонасида чоп этилди.
Тошкент шаҳар, Чилонзор тумани, Олмазор кўчаси, 171 уй.

Sh
F
Brit
Mol
K
Ayr
Hale, F
Карта
de Guim
et t
Манба:
экономи





Бердиназаров Зафар Улашович – иқтисодий фанлари номзоди.
1976 йил Сурхондарё вилоятининг Денёв шаҳрида туғилган.
1998 йилда Термиз давлат университетини имтиёзли диплом билан тугатган.

2005 йилда «Валюта муносабатларининг таъки иқтисодий алоқаларга таъсири ва уларни такомиллаштириш масалалари» мавзусида номзодлик диссертациясини химоя қилган.

2010 йилда Корея ривожланиш институтининг Давлат сиёсати ва бошқарув олий мактаби магистратурасини муваффақиятли тамомлаган.

Меҳнат фаолиятини 1998 йилда Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси хузуридаги марказий аэрогеодезия корхонасида ёрдамчи бухгалтер лавозимидан бошлаган.

1999-2001 йилларда Ўзбекистон Республикаси акционерлик тижорат банки «Ўзтадбиркорбанк»да 1-тоифали мутахассис, бош мутахассис ва бўлим бошлиғи лавозимларида ишлаган.

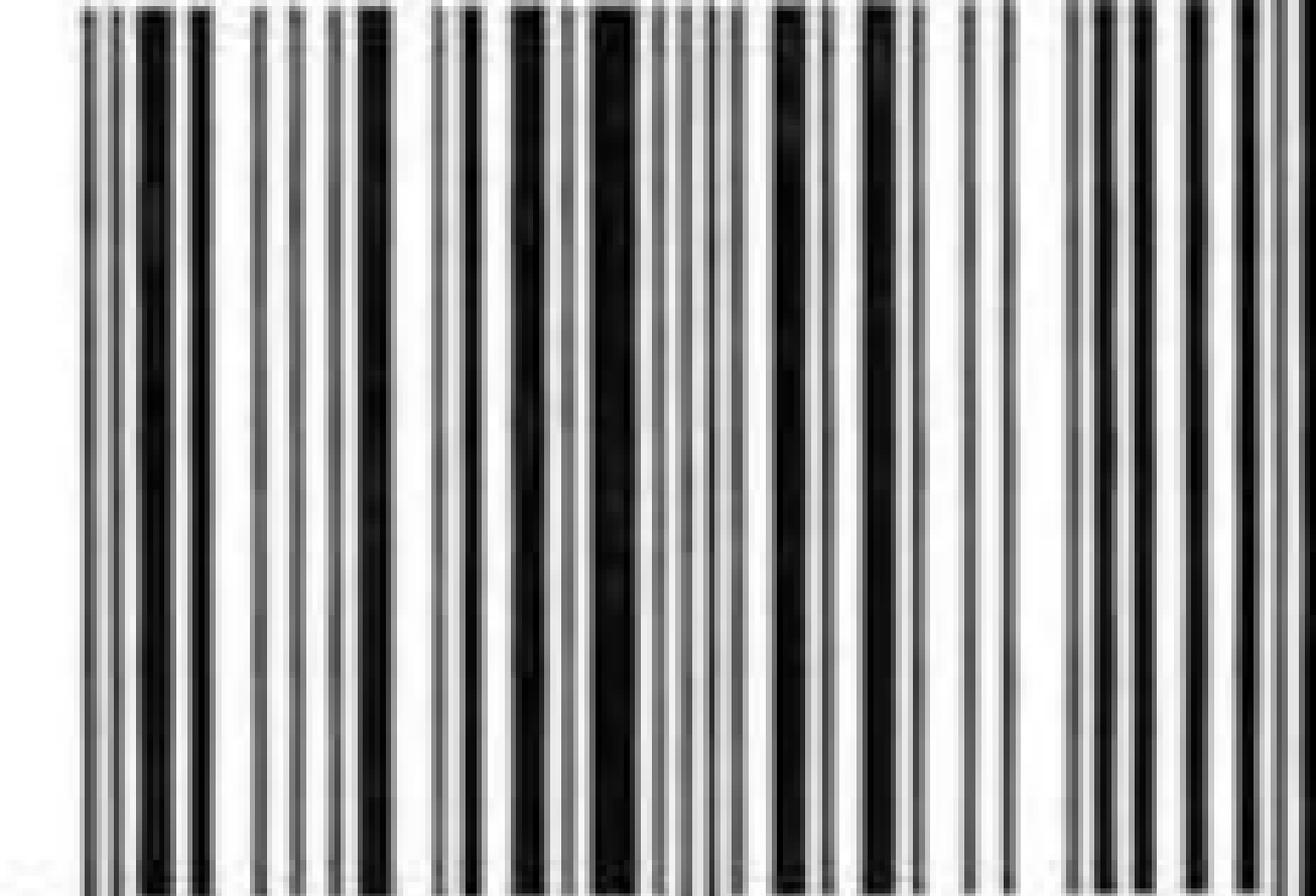
2001-2005 йилларда Ўзбекистон Республикаси Президенти хузуридаги Давлат ва жамият қурилиши академиясининг аспирантурасини тамомлаган.

2006-2011 йилларда Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг турли бошқармаларида етакчи иқтисодчи, бош иқтисодчи ва сектори мудири лавозимларида ишлаган.

2011-2013 йилларда МЧЖ “Global Komsco Daewoo” чет эл корхонасида менежер лавозимида ишлаган.

2014-2016 йилларда Иқтисодий тадқиқотлар маркази бош илмий ходими лавозимида ишлаган.

2015-2017 йилларда Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси хузуридаги



9 789943 557321