

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

**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ**

**Тожиев Р.Р., Насриддинов Ф.Н.**

**“МОНЕТАР СИЁСАТ”**

Ўқув қўлланма

5340700-“Банк иши” таълим йўналиши талабалари учун  
5341100 - “Жаҳон иқтисодиёти ва халқаро иқтисодий муносабатлар”  
бакалаврият таълим йўналиши талабалари учун

Тошкент 2007

@ Тожиев Р.Р. Насриддинов Ф.Н. “Монетар сиёсат” Тошкент, ТДИУ нашриёти, 2007 йил, 179-б.

Мазкур ўқув қўлланма монетар сиёсатни таҳлил қилиш масалаларини ўрганишга бағишланган. Ўқув қўлланма уч бобдан иборат бўлиб, у иқтисодиёт йўналишида таҳсил олаётган талабалар, магистратура тингловчилар, аспирантлар ва банк ходимларига тавсия этилади.

Маъсул муҳаррир:

Ходиев Б.Ю. – и.ф.д., профессор,  
Тошкент Давлат иқтисодиёт  
университети ректори.

Тақризчилар:

1. Қодиров А.Қ. и.ф.д. проф. Микро кредит банки Раиси ўринбосари
2. Тоймухамедов И.Р. и.ф.н. – ТДИУ «Халқаро молия» кафедраси доценти.

Экспертлар:

1. Жумаев Н.Х. – и.ф.н., Ўзбекистон Республикаси Банк молия академияси доценти
2. Гоибназаров Б. – и.ф.н., Тошкент Давлат иқтисодиёт университети доценти



## **Кириш**

Ўзбекистон Республикасида амалга оширилаётган итисодий ислохотларнинг асосий пировард маъсади мамлакат итисодиётида бозор муносабатлари тамойилларини тылиъарор топишидан иборатдир. Ушбу жараёнда муомаладаги пул массасини тартибга солишнинг самарали тизимини вужудга келтириш, пул муомаласи ва кредит соҳасини янада такомиллаштириш ва баръарорлаштириш муҳим аҳамиятга эгадир.

Шаръандай мамлакат итисодиётининг таянадиган асосий устунлардан бири былиб молиявий жиҳатдан мустақкам ва баръарор фаолият кырсатувчи банк тизими ҳисобланади. Шаръ бир мустақил давлатнинг ижтимоий-итисодий ривожланиш даражаси ва келажакдаги тараъиёти аввало мазкур мамлакатда барпо этилган ва мунтазам равишда такомиллаштирилиб бориладиган банк тизимининг фаолиятига боълиъдир.

Бъувъылланма Марказий банкнинг пул-кредит сиёсатини таъсилъилиш масалаларини ырганишга баъишланган. Бозор муносабатларига ытиш шароитида Марказий банкнинг шукумат расмий пул-кредит институти сифатидаги мавъеи ошади. Бу эса, аввало, муомаладаги пул массасини тартибга солишнинг самарали тизимини вужудга келтириш зарурияти билан изоҳланади. Марказий банкнинг ушбу мавъега эришиши кып жиҳатдан пул-кредит сиёсатининг самарали олиб борилишига боълиъдир.

Мазкуръылланма уч боб, 13 параграфдан иборат былиб, у итисодиёт йыналишида таъсил олаётган талабалар, аспирантлар, банк ходимлари ва бошъа тадъиотчилар учун мылжалланган.

***Муаллифлар***

# I-БОБ. МАРКАЗИЙ БАНКНИНГ И+ТИСОДИЁТДА ТУТГАН МАВ+ЕИ ВА УНИ БЕЛГИЛОВЧИ ОМИЛЛАР

## 1.1. Пул муомаласини ташкил этиш асослари ва тамойиллари

И+тисодиётни пул-кредит воситалари ор=али тартибга солиш ты\рисидаги етакчи назарияларнинг мощиятини тушунмасдан туриб, илмий асосланган пул-кредит сиёсатини ишлаб чи=иш, унинг стратегияси ва тактикасини ани= белгилаб олиш мумкин эмас. Бу ҳолат, Айни=са, ыз муста=иллигини нисбатан я=инда =ылга киритган ва муста=ил и=тисодий сиёсат, шу жумладан, пул-кредит сиёсатини амалга ошираётган давлатлар учун жуда мушмидир.

Шозирги ва=тда и=тисодиётни пул-кредит воситалари ор=али тартибга солиш ты\рисида хилма-хил назариялар мавжуд былиб, улар мазмунига кыра бир-биридан фар= =илувчи турли о=имларга бирлашиб кетган. Ана шу о=имлар мажмуида монетаризм ва кейнсчилик о=имини, шубщасиз, бу сощадаги энг йирик ва энг етакчи гоаявий йыналишлар сифатида ажратиб кырсатиш мумкин.

Кейнсчилик концепцияси, асосан, XX асрнинг 30-йилларида яхлит \оявий о=им сифатида тыли= шаклланди. Унинг асосчиси - XX асрнинг энг машхур и=тисодчиларидан бири Буюк Британиялик и=тисодчи Жон Мейнард Кейнс эди.

Кейнс ва унинг тарафдорларини =арашлари 70-йилларгача энг кенг таркалган ва машхур назария былиб =олди. Айни=са, 60-йилларда А+Шда юз берган и=тисодий юксалиш етти йилдан орти= давом этди. Бундай узо= давом этган ин=ирозсиз ривожланиш, Кейнс назарияси узо= муддатли ин=ирозсиз ривожланишни кафолатлайдиган, и=тисодиётни давлат

томонидан тартибга солишнинг ю=ори даражада самарадорлигини таъминлайдиган назария, деган фикрнинг кенг тар=алишига сабаб былди.

70-йилларга келиб, ривожланган хорижий давлатларнинг и=тисодий ривожланишида шундай шолатлар юзага келдики, бу шолатларнинг туб сабабларини Кейнс назариясининг =оидалари доирасида тушунтириб бериш мумкин эмас эди. Чунончи, 1960-1973 йилларда А+Ш ялпи миллий мащсулотининг ыртача йиллик ысиши 4,1 фоизни ташкил этган былса, 1974-1981 йилларда атиги 2,7 фоизни ташкил =илди. 1979 йилда эса, ички бащоларнинг ысишини умумий суръати 12,1 фоизни ташкил этгани шолда, ищсизлик и=тисодий фаол ащолининг 8,0 фоиздан орти=ро= =исмини ташкил =илди. Бу холатни кейнсча концепциянинг =оидалари шарщлаб бера олмасди, албатта. Чунки и=тисодий пасайиш ва ищсизликка =арши кураш чора-тадбирлари инфляцияга =арши кураш сиёсатига зид келиб =олди. Бундай и=тисодий ходисаларнинг барчаси иктисодиётни тартибга солишнинг анъанавий тадбирларидан воз кечилишига ва неоклассик йыналишдаги =арашларнинг =айтадан уйгонишига олиб келди. Неоклассик мактабларнинг \оялари хилма-хил доктриналар кыринишида майдонга чи=ди: таклиф назарияси, о=илона кутиш концепцияси, янги микро ва макрои=тисодий назариялар ва х.к. Шуларнинг ичида асосий ыринни, етакчи мав=еини монетаризм эгаллади. Монетаризм назариясининг асосий мазмунини =уйидагича изошлаш мумкин: монетаризм и=тисодиётни пул-кредит воситалари ор=али тартибга солиш имкониятларини бырттириб кырситилган, и=тисодиётни бащолар ёрдамида тартибга солинадиган, мувозанатлашган тизим сифатида карайдиган назария.

Давлат сиёсатининг энг асосий ма=сади, кейнсчиларнинг =арашларига кыра, мешнат ресурсларининг юксак даражада бандлигини ва ишлаб чи=аришнинг максимал даражада ысиш суръатини таъминлаш былса, монетарчилар учун асосий вазифа бащоларнинг ва миллий пул

бирлигининг бар=арорлигини таъминлашдан иборатдир. Шу сабабли, монетарчиларнинг моделларида ишчи кучи бозоридаги ҳолат ва ишлаб чи=ариладиган маъсулот ҳажми таркибий омиллар таъсирида шаклланади ва шу сабабли, и=тисодий сиёсат чора-тадбирлари ёрдамида ызгариши мумкин эмас. Ана шунга асосланган шолда, улар, конъюнктуранинг даврий тебранишларига шар =андай воситалар билан барҳам беришга щаракат киладилар.

Шуни алошида таъкидлаш лозимки, монетаризм и=тисодий назария сифатида яхлит о=им шаклида мавжуд эмас. У бир =атор назарий йыналишларни ыз ичига олади. Ва бу о=имларнинг шар бирини ушбу доктринадан ажралиб чи==ан муста=ил, кичик бир о=им дейиш мумкин. Бу йыналишларнинг ичида кенг тар=алган о=им сифатида "фискал" монетаризмини кырсатиш мумкин. Ушбу йыналишга К.Бруннер ва А.Мелцер ращбарлик =илади. Фискалчилар пул муомаласи жараёнларини камомадли молиялаштириш билан, бюджетнинг харажатлар =исми билан, давлатнинг соли= сиёсати билан бо\ли= равишда =арайдилар. Уларнинг фикрига кыра, инфляцияга =арши курашнинг зарур шарти былиб, нафа=ат пул массасининг ысиш суръатини бар=арорлаштириш, балки бюджет камомадини тугатиш щам щисобланади.

Монетаризм ва кейнсчилик концепцияларининг муштим, асосий =оидалари щисобланган пулларга былган талаб ва таклиф щамда пул-кредит сиёсатининг индикаторларини танлаш билан бо\ли= масалаларни кыриб чи=амиз.

Монетаризм о=имининг асосчиси М.Фридмен ми=дорийлик назариясини, аввало, пулларга былган талаб назариясини эканлигини алошида таъкидланган эди. Монетаризмни щозирги замон ми=дорийлик назарияси деб аташ мумкин эканлигини щисобга оладиган былсак, у шолда, пулларга былган талаб концепцияси монетаризмнинг асосий

оидаларидан бири эканлигига гувоҳ булаемиз. Бу концепциянинг ызига хос хусусиятлари уни кейнсча пулларга талаб концепцияси билан солиштирганда яамол намоён бўлади.

Пулларга бўлган талабнинг монетаристик тащилида пулларга бўлган номинал даромад ва номинал фоиз меъерининг функциялари сифатида ааралади. У ууйидаги тенглама шаклида ифодаланеди:

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

бунда,

$M_d$  - пулларга бўлган номинал талаб;

$Y_n$  - номинал даромад;

$i$  - номинал фоиз меъери.

Юзаки араганда бу тенглик Кейнснинг пулларга бўлган талаб назариясининг оидаларига мос келадигандек бўлиб кыринади. Чунки кейнсча пулларга талаб концепциясида талаб фоиз ставкасини пулларга бўлган талаб ва таклифни тенглаштирувчи мидор деб шисоблайдилар. Аммо бу ыхшашлик фаат юзаки тасаввур, холос.

Кейнснинг назарияларида пулларга бўлган талаб, услубий жищатдан, уларни ишлаб чиаришнинг эндоген омили сифатида аарашга асосланган. Мана шунга мувофи, пулларни "ликвидликка ихлос илиш" шаклида сашлашнинг субъектив асосларини тащил илиш ишлаб чиариш жараёнларининг давом этиши нутаи-назаридан амалга оширилди. Кейнс пулларга бўлган талаб назариясининг марказига фоиз ставкасини ыйди. Бу унинг пулларга бўлган талабнинг чайов омилида ызининг яамол ифодасини топди.

Юоридаги фикрларга арамаарши уларо, М.Фридмен ва унинг тарафдорлари пулларга бўлган талабнинг ызгариши, асосан, номинал даромадлар даражасининг сезиларсиз таъсир кырсатади, деган хулосага келдилар. М.Фридмен дастлабки таклифларида фоиз меъерининг эластиклигини нолга тенг деб олди, кейинро эса, унга озгина ызгартириш



киритиб, бу кырсагкч 0,15 бирликка ты\ри келувчи даражадан ошиб кетмаслиги керак, деган фикрга келди.

Бу эса, пулларга былган талаб ишлаб чи=аришни ривожлантириш омили сифатида =араб чи=илиши мумкин эмас, балки ишлаб чи=ариш натижаларига былган талабнинг элементларидан биттаси сифатида щисобга олиниши керак, деган хулосани шаклланишига асос былиб хизмат =илди. Пулларга былган талаб, уларнинг фикрга кыра, пуллар ва бойликнинг турли шакллари (акция ва облигациялар, реал капиталнинг мажмуи, шу жумладан, узо= муддат фойдаланиладиган товарлар, "кишилик капитали" ва бош=а активлар) ыртасида му=обил танлов асосида шаклланади. Бу назарий =оидалардан келиб чи==ан шолда, пулларга былган талаб истеъмолга былган талабнинг умумий шартларига мос равищда шаклланади, деган фикрни таъкидлайдилар. Бу эса, касса =олди=ларини шаклланишини белгиловчи омил пулларнинг айланиш тезлиги былиб =олади, деган маънони англатади. Монетарчиларнинг бу тахлитдаги =арашларининг мощияти тушунарли, албатта. Щар =андай хужалик агенти еки жисмоний шахс касса =олди=ларини ташкил этиш масаласини хал =илар экан, бойликнинг турли шакллари ыртасида эркин =арама-=арши танлов асосида максимал даромад олишга щаракат килади. Натижада пулларга былган талабнинг математик тенгламаси пулларнинг айланиш тезлигига таъсир =илувчи омилларнинг ызаро таъсирини тавсифловчи тенглама шаклиги киради:

$$(M/P)^d=f(r_b,r_e,P,h,y), \quad (2)$$

бунда:

$M/P$  - реал касса =олди=ларининг суммаси;

$r_b$  - облигациялардан кутилаётган номинал даромад меъёри;

$r_e$  - акциялардан кутилаётган даромад меъёри;

h - "кишилик капитали"га инвестиция =илинишидан кутилаётган натижалар (бунда ишловчиларнинг малакасини ошириш ва маълумот олиши билан бо\ли= харажатлар кызда тутиляпти);

у - реал даромад.

Кыриниб турибдики, монетаристик пулларга талаб назарияси, асосан, "кутиш"лардан иборат омилларга асосланган былиб, бу омиллар ишлаб чи=ариш жараёнларидан таш=арида шаклланади. Яъни пулларга былган талаб ишлаб чи=аришнинг экзоген омили сифатида юзага чи=мо=да. Ю=оридаги фикр-мулощазаларга асосланиб, (1) - формулани янада оддийро= кыринишга, яъни  $M_d=f(Y_n, i)$  кыринишдан  $M_d=f(Y_n)$  щолатига келтириш мумкин. Ушбу тенгликни Кейнснинг тащилидаги пулларга былган талабни ани=лашнинг дастлабки асосларини акс эттиривчи  $M_d=L(r)$  тенглама билан солиштирсак, кейнсча ва монетаристик пулларга талаб концепцияларининг услубий асосларидаги фар=ни я==ол кыриш мумкин: кейнсча тащилда пулларга былган талаб фоиз меъёрининг, монетаристик тащилда эса номинал даромаднинг функцияси сифатида майдонга чи=ади.

Пулларнинг таклифи. Пуллар таклифининг монетаристик тащилидан келиб чи=адиган мушм хулосалардан бири шундаки, и=тисодиётни бар=арор тарзда ривожланиб бориши пул массасининг бир текис, доимий суръатда ысиб боришини таъминлашни талаб этади. Бу хулосадан монетаризмнинг асосий назарий хулосаси келиб чи=ади: пул массасининг ысиш суръати доимий былиши шарт; у и=тисодий конъюнктуранинг тебранишларига мутла=о бо\ли= былмаслиги керак. Ушбу назарий =оюда даставвал М.Фридменнинг "Исьтемомл функциясининг назарияси" номли илмий ишида батафсил баён =илинган "пулларга былган талабнинг бар=арор функцияси" концепциясига асосланади. Концепцияга кыра, пулларга былган талаб касса =олди=лари ва номинал даромаднинг ысишига мос равишда камаймайди, балки

ызгармасдан =олади. Сабаби шундаки, пуллар таклифидаги шар бир ызгариш нафа=ат инвестициялар даражасига, балки шахсий истемолнинг хажмига шам таъсир =илади. Шахсий истемолнинг хажми эса, ыз навбатида, номинал даромадларнинг динамикасига мутаносиб равишда ызгариб боради. О=ибатда пулларга былган талаб шар бир алошида олинган давр мобайнида нисбатан =атъий ми=дорни ташкил этади. Айни вақтда пулларнинг таклифи доимий тебранишда былади.

Монетарчилар ю=орида баён этилган \ояларга асосланган шолда, Марказий Банк пуллар таклифини тартибга солиш имкониятларига эга, деган =атъий хулосага келдилар. Буни монетарчиларнинг инфляцияга муносабатларидан шам я==ол кырса былади. Уларнинг фикрига кыра, инфляция соф пул муомаласига хос ходиса былиб, кып омилли жараён эмас. У муомаладаги пулларнинг ми=дорини ишлаб чи=ариш хажмига нисбатан тез ысиб кетиши натижасида юз беради. Шу сабабли монетарчилар, инфляцияга =арши курашнинг асосий воситаси муомаладаги пул массасини тартибга солишдир, деб шисоблайдилар. Уларнинг фикрича, бу вазифани Марказий банкгина амалга ошира олиши мумкин, чунки у муомаладаги пулларнинг ми=дорига тартибга солувчи таъсир ытказиш имкониятига эга былган муассадир.

Пуллар таклифи ва унда Марказий банкнинг хал =илувчи ролини ыйнай олиши хусусидаги монетаристик =арашлар, Айни=са, уларнинг 1929-1933 йилларда юз берган "Буюк ин=ироз"га муносабатларида янада очикрок намоен булди. Ин=ироз сабабларини ташдил =илар экан, улар, Федерал Резерв Тизимининг муомаладаги пул массасини кескин =ис=аришига олиб келган хато хатти-щаракатлари и=тисодий ин=ирознинг чу=урлашувига олиб келган асосий сабаб булди, деган хулосага келдилар.

"Федерал Резерв Тизимининг кредитлари суммасининг =ис=аришидан сынг юз берган, пул захирасининг 1929-1930 йиллардаги дастлабки сезиларсиз кис=ариши 1930 йилнинг охирида бошланган

банкларнинг ёппасига "синиши" натижасида кескин пасайишига (ишлаб чи=ариш суръатларининг пасайишига) айланди. А+Шда пул назорати органлари юксак даражада дефляция сиёсатини амалга оширдилар. И=тисодий пасайиш жараёнида пул ми=дори учдан бир хиссасига камайди. Ва бу, кредит олишни интизорлик билан кутаётган кредит олувчиларнинг йы=лиги туфайли эмас, балки Федерал Резерв Тизимининг пул базасининг =ис=аришига йыл =ыйиши ёки кескин =ис=артириши о=ибатида юз берди".

Фридмен ва Шварцнинг бу хулосасидан келиб чи=адиган маъно шундан иборатки, ишлаб чи=ариш суръатларининг ва ащолининг бандлик даражасининг пасайиши муомаладаги пул массасининг кескин =искариши шароитида юз берди. Пул массасининг =искариши эса и=тисодий ин=ирознинг янада кескинлашувига олиб келди. Монетарчилар, муомаладаги пул массасини =искариши Марказий банк томонидан атайин амалга оширилди, деб щисобладилар.

Бир =атор илмий изланишларда 1929-1933 йиллардаги ин=ироз сабабларининг монетаристик тал=ини жиддий тан=ид остига олинди ва унинг айрим хулосаларининг асоссизлиги далиллар билан исботланди. масалан, монетарчиларнинг, пул массасининг =искариши пул базасининг кескин камайиши билан боглик, деган хулосасининг асосланманганлиги исботланди. Ха=и=атдан щам, 1929 йилнинг сентябр ойидан 1933 йилнинг мартигача былган даврда пул базаси камайиш эмас, балки ысиш тенденциясига эга былган. Хатто ин=ирознинг энг кескинлашган даври щисобланган 1929 йилнинг сентябр ойидан 1931 йилнинг сентябр ойигача былган даврда щам пул базасининг бар=арорлигича =олганлиги статистик маълумотлардан ани=ланди.

Монетаристик пуллар таклифи назарияларининг муштим масалаларидан бири муомаладаги пул массасининг ызгаришига таъсир этувчи омиллар масаласидир. Улар уч омилни ажратиб кырсатишади:

- Марказий банк томонидан чи=арилган пулларнинг ми=дори (Марказий банкнинг банкноталари ёки "юксак =увват"га эга былган пуллар);

- банк резервларининг меъёри (депозитлар - резервлар);

- на=д пулларнинг банк депозитларига нисбати.

Монетарчиларнинг фикрига кыра, "юксак =увват"га эга былган пулларнинг ызгариши Марказий банк сиёсатининг натижасидир, =олган икки омилнинг ызгариши эса, тижорат банклари ва банк мижозларининг хатти-щаракатларидаги ызгаришни англатади. Айнан Марказий банкнинг сиёсати муомаладаги пулларнинг ми=дорига хал =илувчи таъсир кырсатади ва бинобарин, биринчи омил асосийсидир, деб щисоблайдилар. Бунда банкларнинг ва улар мижозларининг хатти-харакатларини акс эттирувчи муносабатлар нисбатан бар=арордир, пул массаси эса "юксак =увват"ли пулларга мутаносиб равишда ызгариб туради, деган фикрга асосланади. "Юксак =увват"ли пулларнинг ызгариши эса, Марказий банк томонидан очи= бозор сиёсати ор=али тартибга солиб турилади.

М.Фридменнинг пуллар таклифига оид \оялари бош=а монетарчилар томонидан ривожлантирилди. Бу назарияларнинг деярли барчасида Марказий банк пулларининг ызгаришини асосий омил эканлигини исботлашга уриниш сезилади. Фа=атгина исботлаш тактикасига кыра, улар, Фридменнинг \ояларидан фар= =илиши мумкин. Масалан, К.Бруннер ва Х.Мелуцер томонидан яратилган пуллар таклифи назариясини олайлик. Ушбу назариянинг Фридменнинг пуллар таклифи назариясидан асосий фар=и шундаки, у кредит мультипликаторига асосланган.

Шуниси ди==атга сазоворки, К.Бруннер ва Х.Мелуцер Марказий банкнинг фаолиятига бо\ли= былган омилларнинг банклар ва уларнинг мижозларининг хатти-харакатларига бо\ли= былган омиллардан ажратган щолда тащдил =иладилар.

М.Фридменнинг ва бошқа монетарчилардан фарqli ыларo=, Кейнс, пулларнинг таклифи хусусидаги масалага атрофлича ва чу=ур тыхталиб ытирмади. Бунинг асосий сабаби шундаки, Кейнс Марказий банклар томонидан пул массасини тыла назорат =илиш имкониятининг мавжудлигига ишонди. Ха=и=атдан щам, Кейнс, Марказий банклар банк резервларини назорат =илиши ва шу йыл билан банк депозитларини юзага келиш жараёнини щам назорат =ила олиши мумкин, деган фикрга келганди.

Кейнснинг пул массасининг и=тисодий тизимнинг щолатига таъсирини тавсифловчи пул-кредит сиёсатининг узатиш механизми тыгрисидаги назарияси, унинг пуллар таклифи хусусидаги =арашларига бирмунча ойдинлик киритади. Ушбу назарияга кыра, Кейнс, фоиз ставкаларининг режали инвестицияларга таъсирини пул-кредит сиёсатининг узатиш механизмининг асосий бу\ини, деб щисоблади. Бунда пуллар таклифининг ысиши натижасида фоиз ставкасининг пасайиши инвестицияларнинг му=обил =ийматини пасайтиради деб щисобланади. Айни ва=тда, фоиз меъёрининг пасайиб бориши билан фирма ва компаниялар ызларининг режали инвестицияларинг хажмини оширадилар. Бу харажатлар режали харажатларнинг умумий суммаси билан =ышилиб, товар-моддий захираларнинг кызда тutilмаган ми=дорда сарфланишига олиб келади. Фирмалар эса, бундай шарoитда, мащсулот ишлаб чи=аришни купайтирадилар. Бу эса, ыз навбатиде, миллий даромаднинг кыпайишига олиб келади. Демак, кейнсча узатиш механизмининг таъсир этиш бос=ичлари =уйидаги тартибда былади - пуллар таклифидан фоиз меъёрига, ундан кейин эса, инвестицияларга ва нищоят, миллий даромадга. Бундан келиб чи=адиган хулоса шуки, экспансионистик пул-кредит сиёсати доимо фоиз ставкаси даражасининг пасайишига ва миллий даромаднинг нисбатан ю=ори даражасига олиб келади. Агарда Марказий банк муомаладаги пул ми=дорини =ис=артиришга =аратилган бирон-бир

тадбирни амалга оширадиган былса, унда узатиш механизми тескари йыналиш бййича ишлай бошлайди. Бунинг маъноси шуки, банклар ыз захираларининг камайишига жавобан фоиз меъёрини оширадилар. Бу эса, фирмалар ва компанияларнинг режали инвестициялари хажмини =искартиришга мажбур этади. Режали инвестицияларнинг =искариши, ыз навбатида, миллий даромаднинг щам камайишига олиб келади. Шундай =илиб, кейнсча узатиш механизмига кыра, муомаладаги пул массасини кискартиришга каратилган пул-кредит сиёсати, албатта, фоиз меъёрини усишига ва миллий даромад даражасининг пасайишига олиб келади.

Шуни таъкидлаб утиш жоизки, хозирги замон назарияларида пул-кредит сиесатининг узатиш механизмининг таъсир диапазонларини кенгайиб кетганлиги кайд килинади. Хозирги кунда муомаладаги пул микдорининг узгариши активлар портфелининг умумий таркибига, яъни акция, облигация, депозит сертификатлари ва бошка турдаги кимматбахо когозлар, узок муддат фойдаланиладиган товарлар, кузгалмас мулк ва бошка активларга таъсир килади, деб хисобланади.

Пул-кредит воситалари ор=али и=тисодиётни тартибга солиш ты\рисидаги назарияларнинг марказий масалаларидан бири, шубщасиз, пул-кредит сиёсатининг индикаторини танлаш масаласидир. Индикаторни танлашнинг мухим ащамияти шундаки, у орали= ма=садга йуналтирилган пул-кредит сиёсатининг =андай даражада белгиланган пировард ма=садга мувофи= равищда амалга оширилаётганлигини билишга имкон беради. Бунда асосий масала былиб индикаторнинг ижобий хусусиятлари, яъни пул-кредит сиёсатининг йыналиши, амалиётда =ыллаш даражаси, банк тизимининг унинг пировард ма=садларига таъсир этиш кылами каби маълумотларни ызиди тыларо= акс эттира олиш =обилиятлари щисобланади.

Жащон банк амалиётида индикаторни, асосан, икки мушчим хусусиятга эга былиши лозимлиги ты\рисидаги фикр кенг тар=алган. Яъни,

биринчидан, индикатор пул-кредит сиёсатининг таъсири остида быладиган ми=дор сифатида ани= белгилаб олинган былиши керак; иккинчидан, хукуматнинг и=тисодий сиёсатини ма=садлари билан бевосита бо\ланган былиши лозим.

Монетарчилар пул массасини пул-кредит сиёсатининг асосий индикатори деб щисоблайдилар. Уларнинг фикрига кыра, пулларга былган талаб функцияси ва харажатлар функцияси бар=арордир, бунда биринчи функция иккинчисига =араганда анча бар=арор щисобланади, шу сабабли, пул массасини пул-кредит сиёсатининг индикатори сифатида =абул =илиш энг ма=бул йыл деб щисоблайдилар.

Монетарчилар узо= йиллар мобайнида мавжуд пул-кредит институтларининг фаолиятини тубдан =айта ислощ =илишни таклиф =илиб келдилар. Улар, мазкур институтлар и=тисодиётни тартибга солишнинг кейнсча вазифаларини бажаришга одатланиб =олдилар, деб щисобладилар. Монетарчилар хукуматнинг эмиссия сощасига аралашувини имконият =адар камайтиришга щаракат =илдилар. Бу эса, хукуматнинг аралашувига ва, аввало, хукумат органлари томонидан эмиссия механизидан бюджет камомадини молиялаштириш ма=садларида фойдаланишга =атъий чегара ырнатувчи пул =оидасини ишлаб чи=ишни зарур =илиб =ыйди.

М.Фридмен ызининг эмпирик тажрибаларига асосланиб, Марказий банк пул массасининг бар=арор ысишини таъминлаши керак, деган хулосага келди. Бу ысиш =атъий белгиланган =оидага асосан амалга оширилиши ва ани= ми=дорга эга былиши керак эди.

Давлат томонидан эмиссия механизидан фойдаланишга чеклашлар жорий =илиш ва умуман, пул массасининг ысишини маълум =оидалар асосида амалга ошириш \ояси бош=а и=тисодчилар томонидан щам илгари сурилган. Масалан, А+Шлик и=тисодчи К.Уорбертон 1942 йилдаё= "и=тисодиетда юз берувчи пасайишларнинг асосий сабаби ... пул



массасининг тартибсиз тебранишлари эканлигини" айтган ва пулларнинг йиллик ысиш даражасини 5 фоиз ми=дориди =онун йили билан белгилаб =ыйишни таклиф =илган.

Монетарчилар бу масалани атрофлича ва чу=ур ташлил =илдилар. М.Фридмен пул массасини йилига ыртача 4 фоиз механик ысиши =оидасини жорий =илишни таклиф килди. Пул массасининг ысиши, унинг фикрига кыра, пировард мащсулот башсосининг бар=арор узо= муддатли ысишига асосланиши керак эди. Бу таклифнинг нозик томони шундаки, пул массасининг ысиши олдиндан белгилаб =ыйилган суръатда амалга ошиши, и=тисодий конъюнктуранинг тебранишларини щисобга олмаслиги керак эди. Фридменнинг ушбу позицияси кыпчилик и=тисодчилар томонидан, Айти=са, кейнсчилик о=имидаги и=тисодчилар томонидан маъ=уланмади. 60-йилларнинг бошларида Фридменнинг таклифи йирик и=тисодчи олимлар (А.Лернер, У.Хеллер ва х.к.) томонидан кескин тан=идга учради. Айрим олимлар бу таклифни и=тисодий халокатга олиб борувчи омил даражасига кутардилар.

Кескин тан=идлар ва билдирилган шубщаларга =арамасдан, 60-йилларнинг охири ва 70-йилларнинг бошларида юзага келган и=тисодий вазият пул эмиссиясини чеклашнинг монетаристик =оидаларига былган =изи=ишни кучайтирди ва бу =оидаларни марказий банкларнинг пул-кредит сиёсатида расман =абул =илинишига олиб келди. Чунончи, ГФР, Италия ва Швейцарияда - 1974 йилда, А+Ш ва Канадада - 1975 йилда, Буюк Британияда - 1976 йилда, Францияда - 1977 Марказий банкларнинг пул-кредит сиёсатида =ыллана бошланди.

Пул массасининг ысишини чеклаш борасидаги мушим масалалардан бири - =айси пул агрегатини назорат объекти сифатида танлаш щисобланади. Шуниси характерлики, монетаризм о=имининг ичида бу масалага якка фикрлилик, якдиллик йы=. Масалан, М.Фридмен ва унинг ращбарлиги остидаги монетарчилар назорат объекти сифатида на=д

пуллар, муддатсиз депозитлар ва тижорат банкларидаги муддатли жам\армаларни ыз ичига олувчи агрегатни танладилар. Иккинчи бир гурух монетарчилар эса, бевосита муомала соҳасида банд булган "актив" пулларни назорат килишни мақсадга мувофиқ деб ҳисоблайдилар. Айрим монетарчилар монетаризмга ҳос ҳусусият, яъни, Марказий банкнинг имкониятларини бурттириб курсатиш ҳусусиятидан келиб чмккан ҳолда назорат объекти сифатида нақд пулларни ва Марказий банкдаги резерв ҳисоб рақамларидаги маблағларни танлашни таклиф қиладилар. Марказий банклар томонидан бу пулларни самарали назорат қилиш мумкинлигини уз таклифларига асос сифатида курсатадилар.

Пул-кредит сиесатининг индикаторларидан фойдаланиш амалиети шуни курсатдики, ҳар бир мамлакатда, юзага келган конъюнктуравий узгаришларни ҳисобга олган ҳолда, монетаристик қоидалардан фойдаланилади. Бу узгаришлар пул массаси ушшининг мақсадли курсаткичларини ишлаб чиқишда ҳисобга олинишдан ташқари, урнатилган курсаткичлар миқдоридан четга чиқишга ҳам сабаб булади. Бу ҳолатни, масалан, Германия мисолида қуриш мумкин.

Шу билан бирга, назорат объекти сифатида олинандиган пул агрегати ҳам узгартирилиб туради. Чунончи, Германияда 1988 йил учун пул массасининг ушш суръати курсаткичини ишлаб чиқишда, биртинчи марта назорат объекти сифатида М3 пул массаси олинди. Бунгача факатгина Марказий банкнинг пул массаси олинди. М3 танланишининг сабаби шундаки, номинал ишлаб чиқариш потенциалининг ушши ва пул массасининг динамикаси уртасида, нисбатан узокрок давр мобайнида, у даражада сезиларли булмаган боғланиш мавжуд булганлиги аниқланди. Бунда М3 нинг узок муддатли трендга нисбатан сезиларсиз даражада тебранганлигини ҳисобга олган Федерал банк, М3 ни барқарор ва ишончли деб ҳисоблади ва назорат объекти сифатида танлади. Яна бир муҳим сабаб булиб, нақд пул айланишининг индикаторга таъсири, айниқса, 80-

йилларнинг урталарида яккол сезилди. Бир вақтда нақд пулларнинг Марказий банкнинг пул массасидаги салмоги тахминан 50 фоизни ташкил этарди. Бу ҳолат пул массасининг усиш суръатининг мақсадли курсаткичини ишлаб чиқишда кийинчилик тугдирди. Чунки Германияда нақд пул обороти фоиз ставкалари ва валюта курсларининг фавқулодда узгаришларига нисбатан берулувчан, яъни уларнинг таъсирини тез қабул қилади. 1990 йилда икки немис давлатининг кушилиши билан, бу масала янада кийинлашди, чунки собик ГДР ҳудудида нақд пулларнинг салмоги юқори ва пулларнинг айланиш тезлиги паст эди. Бу сабаб ҳам Марказий банкни, наҳорат объекти сифатида, МЗ пул массасини танлашга ундади. Чунки МЗ нинг таркибига нақд пулларнинг салмоги кичик эди (тахминан 11 фоиз).

Федерал банк икки немис давлатини кушилиши билан боғлиқ конъюнктуравий узгаришларни ҳисобга олишга ҳаракат қилди. Айниқса, собик ГДР ҳудудида валютани алмаштириш тадбири амалга оширилгандан сунг, МЗ пул массасини 15 фоизга усиши сезиларли омил булди. Бу каби омилларни ҳисобга олган ҳолда, 1993 йилги мақсадли курсаткични ишлаб чиқишда, ишлаб чиқариш потенциалининг норматив баҳоларга нисбатан усиш курсаткичига бир фоиз миқдорида кушимча қилинди.

Пул массасининг усиш суръати курсаткичларига турли хил омилларнинг таъсирини бошқа бир қатор мамлакатлар мисолида ҳам қуриш мумкин. Масалан, Буюк Британияда 1980-1981 йилларда пул массасининг йиллик усиш суръатининг қуйи ва юқори чегараси 7-11 фоиз қилиб, 1981-1982 йилларда эса 6-10 фоиз миқдорида белгиланган эди. Бунда МЗ пул массаси "оралик нишон" қилиб олинган эди. Текшириш натижалари шуни курсатдики, ҳақиқатда уларнинг белгиланган миқдордан ошиб кетиш ҳоллари юз берган. Чунончи, 1980 йилнинг февралидан 1981 йилнинг апрелу ойига қадар МЗ нинг усиши 18,5 фоизни, 1981 йилнинг февралидан 1982 йилнинг апрелига қадар эса 14,5 фоизни ташкил этган.

Худди шу каби холатлар АКШда, Федерал Резерв Тизимининг фаолиятида ҳам бир неча бор кузатилган.

Шундай қилиб, М.Фридмен ва бошқа монетарчилар томонидан илгари сурилган пул массасини асосий индикатор сифатида асословчи назарий қоидалар, ҳозирги кунда ҳам, уз аҳамиятини саклаб қолди. Буни ривожланган қатор мамлакатларнинг марказий банклари фаолиятида, пул массасидан асосий индикатор сифатида фойдаланилаётганлигида қуриш мумкин. Айни вақтда, биронта Марказий банк "соф" монетаристик вариантда пул массасидан индикатор сифатида фойдаланаётгани йук. Айниқса, М.Фридменнинг пул массасига қонъюнктуравий тебранишларнинг таъсири бўлмаслиги хусусидаги хулосаси амалиётда уз исботини топмади.

Кейнсча пул-кредит назарияларида индикатор сифатида фоиз ставкаси олинди. Бунинг сабаби шундаки, кейнсчилар иқтисодий сиесатда, энг аввало, давлат назорат органларининг ҳужалик ривожланишининг қелгуси даврдаги қонуниятларини тугри қура билиш қобилиятини қурдилар. Уларнинг фикрига қура, давлат сиесатининг бош мақсади аҳоли бандлигини юксак даражасига эришиш ва ишлаб чиқаришнинг максимал даражада узиш суръатларини таъминлашдан иборатдир. Шу сабабли, улар, ҳуқумат органларининг амалга оширадиган тадбирлари бевосита йуналтириладиган объект фоиз меъери бўлиши қерак, деб ҳисобладилар.

Узининг эмпирик изланишларига таянган Кейнс, ликвидликка ихлос қуиш ва инвестицияларга интилиш барқарор эмас, аммо биринчиси иккинчисига насбатан янада нобарқарордир, шу сабабли, фоиз ставкаси пул-кредит сиесатининг индикатори бўла олади, деган хулосага қелди.

Индикаторлардан Марказий банк фаолиятида фойдаланиш натижалари шуни қурсатдики, кредит бозори ва узок муддатли капитал бозорининг фоиз ставкалари, пул массаси каби асосий индикатор

вазифасини утай олмайдилар. Бунинг куйидаги асосий сабабларини ажратиб курсатиш мумкин:

1) Фоиз ставкаларини Марказий банк томонидан самарали назорат қилишнинг иложи йук. Уларни назорат қилиш Марказий банкнинг ҳуқуқ доирасига қирмайди. Бунинг устига, Марказий банк ссуда капитали бозорига таъсир этувчи муассасалардан бири, холос.

2) Фоиз ставкаларининг таъсири, асосан, иктисодиёт куйи ва юкори фоиз ставкаларига эҳтиёж сезадиган даврнинг давомийлигига боғлиқ булади.

3) Мамлакатлар уртасида иктисодий алоқаларнинг байналминаллашув жараенининг тобора чуқурлашиб бораётганлиги, узок муддатли капиталлар бозорига хорижий давлатларнинг капитали бозорининг ҳамда жаҳон ссуда капитали бозорининг таъсирини кучайтирмоқда. Бу таъсир, асосан, фоиз ставкалари орқали амалга ошмоқда. Бу эса, Марказий банкларнинг узок муддатли капитал бозоридаги фоиз ставкаларини назорат қилиш имкониятини камайтиради.

Шуни алоҳида таъкидлаш лозимки, кейинги вақтларда, инфляция жараенларининг купчилик ривожланган давлатларда ҳам кучаетганлиги муносабати билан, реал фоиз ставкаларидан пул-кредит сиесатининг асосий индикатори сифатида фойдаланиш хусусидаги таклифлар купаймоқда. Бундай таклифларни дастлаб француз иктисодчиси С. Жанненея киритди.

Бир қатор ривожланган мамлакатларнинг марказий банкларининг тажрибаси шуни курсатдики, пул-кредит сиесати ҳеч қачон яққою-яғона индикаторга асосланиши мумкин эмас. Чунки ҳар қандай индикатор узтга хос маълум камчиликларга эга. Шу билан бирга, уларнинг ҳар бири молия-кредит бозорлари ва ҳужалик конъюнктурасининг ҳолати тугрисидаги муҳим маълумотларнинг бир қисминигина бера олади, холос. Шу сабабли Марказий банк, узининг пул-кредит сиесатини ишлаб чиқишда монетар

курсаткичлар билан бир каторда, умумиктисодий курсаткичларнинг тахлилидан ҳам кенг фойдаланиши шарт.

Ўзбекистон Республикаси банк тизимининг ва умуман, иктисодиетининг hozirги холатида "оралик нишон" сифатида пул массасини танлаш мақсадга мувофиқдир. Ссуда капитали бозорининг ривожланмаганлиги, валюта муносабатларини амалга ошириш соҳасида мавжуд булган айрим чеклашлар фоиз ставкаси ва валюталарнинг алмашув курсларидан индикатор сифатида фойдаланиш имконини бермайди.

Ўзбекистон Республикасида пул агрегатларининг таркиби ривожланган хорижий давлатлардаги мавжуд агрегатлар таркибидан сезиларли даражада фарк килади. Масалан, АКШда М1 пул агрегати нисбатан чекланган ликвидлиликка эга булган М2 агрегатнинг тахминан 25 фоизини ташкил этади, нақд пулларнинг М1 пул массасининг хажмидаги салмоғи 29 фоизни ташкил килади. Россия Федерациясида эса, ушбу курсаткичлар мос равишда 92 ва 26 фоизни ташкил этади.

Ўзбекистон Республикасида М1 нинг М2 ни хажмидаги салмоғи 97 фоизни, нақд пулларнинг М1 пул массасининг хажмидаги салмоғи эса 32,5 фоизни ташкил этади.

Келтирилган рақамлардан кўриниб турибдики, бозор муносабатларига ўтаётган давлатларда нақд пулларнинг салмоғи М1 пул массасининг хажмида сезиларли даражада юқориридир.

Шуниси характерлики, бозор иктисодиётига ўтаётган кўпчилик Хамдустлик мамлакатларида, масалан, Ўзбекистонда, Россия Федерацияси ва Ўзбекистон Республикаларининг пул тизимида М3 пул агрегати шозирча деярли учрамайди.

Бизнинг фикримизча, Марказий банк учун назорат объекти сифатидаги энг мақбул пул агрегати М1 булиши керак. Фикримизни тасдиқлашдаги икки далил асосида исботлашга шарафат қиламиз:

1) M2 нинг асосий =исмини M1 ташкил этган ва M3 деярли былмаган шозирги шароитда, мажбурий резерв талабномалари пуллар таклифини тартибга солишнинг самарали инструменти хисобланади. Бунинг асосий сабаби шундаки, хозирги кунда республикамизда M1нинг 69-71 фоизини муддатсиз жамгармалар ташкил этади. 1995 йилнинг 1 январю маълумотига кура, Узбекистон Республикаси банк тизими депозитларининг умумий суммаси (хисоб-китоб хисоб ракамларига жалб килинган маблағлар бунга кирмайди) 296736 минг сумни ташкил этди. Шундан 193730 минг суми еки 65,3 фоизи муддатсиз депозитлар хиссасига тугри келади.

2) M0 ми=дорининг сезиларли даражада катта эканлиги Марказий банкка, M1 хажмига бевосита таъсир =илиш имконини беради. M1 нинг ысиш суръатини назорат =илишда, албатта, M0 жиддий назорат остида былиши керак. Бунинг асосий сабабларидан бири шундаки, мамлакатимизда чеклар воситасида амалга ошириладиган пул оборотининг ривожланмаганлиги сабабли, кенг кыламда =абул =илинган (тан олинган) тылов ва муомала воситаси на=д пул былиб =олаяпти. Ривожланган молия тизимига эга былган давлатларда тылов воситаларининг умумий суммасида на=д пулларнинг салмо\и жуда кичик ва тобора камайиб бориш тенденциясига эга. Шу сабабли, бу давлатларда M0 пул агрегатининг ми=дори ва умуми=тисодий фаоллик ыртасида нихоятда заиф ало=а мавжуд.

## 1.2. Марказий банк, унинг ривожланиш тарихи ва и=тисодиётда тутган ырни

Марказий банкнинг пайдо былиш тарихига назар ташлайдиган былсак, унинг тижорат банкларидан биров кечро= пайдо былганига гувошч быламиз. Марказий банкнинг юзага келишига асосий сабаб банк

тизимининг бутунлай ишдан чи=иши даражасига етиши, яъни шар бир банк ызича ва ызи белгилаган ми=дорда муомалага турли хилдаги, шамда турли номиналдаги пул белгилари чи=ариши билан юзага келган. Бу ыз навбатида бевосита муомалада товарлар ва моддий =имматликларга нисбатан пулнинг бир-неча баробар кыпайишига ва о=ибатда нафа=ат банк тизимининг, балки бутун и=тисодиётнинг издан чи=ишига олиб келган. Бу ыз навбатида эмиссион банкларнинг марказлаштирилишига сабаб былган. Бу эса эмиссия =илиш ху=у=ини =ылга киритган банкнинг бош=а банкларга нисбатан бар=арор ва мустацкам былишига олиб келди. Натижада банк тизимида мавжуд былиши керак былган соф ра=обат йы=отилиб, кызланган натижага эришилмади. Шундан сынг, и=тисодчилар тижорат банклари фаолятини бош=арадиган ва фаоляти жищатидан улардан фар= =илиб турувчи банкни вужудга келтириш зарурлигини англаб етдилар. Биринчи Марказий банк 1656 йилда Швецияда, ундан сынг 1694 йилда Англияда вужудга келди.

Шар =андай давлатда Марказий банк шукумат банки былиб щисобланади ва унинг мав=еи ыша давлат =онунлари билан белгиланади.

Марказий банклар турли мамлакатларда турлича номланиши мумкин. Масалан, Америка =ышма Штатларида, Федерал Резерв Тизими; Германия ва+озо\истонда - Миллий банк; Хитойда - Хал= банки; Англияда - Англия банки; Ызбекистон ва Россияда эса, Марказий банк деб номланади. Уларнинг =андай номланишидан =атъий назар, щаммалари Марказий банк щисобландилар. Бу банклар деярли барча давлатларда миллийлаштирилган ва улар давлат мулки саналади.

Марказий банк шукуматнинг расмий пул-кредит институти сифатида намоён былади. Марказий банк фойда олиш ма=садида фаолят юритмайди.



Марказий банкнинг асосий маъсади бўлиб миллий валюта курсини барқарор шолатда сақлаш ва шу орқали мамлакат шудудида баҳолар барқарорлигини таъминлаш шисобланади.<sup>1</sup>

Бугунги кунда шаръандай давлатнинг молия-кредит тизимида энг асосий ва мушм ыринни расмий пул-кредит сиёсатини юргизувчи - Марказий банк эгаллайди. Ыз навбатида пул-кредит сиёсати бюджет сиёсати билан биргаликда итисодиётни бутун мамлакат миёсида тартибга солишнинг асоси бўлиб шисобланади. Марказий банк фаолиятида пул-кредит сиёсатининг асосий воситаларини эгалламасдан туриб, бозор итисодиётини монетар сиёсат орқали самарали тартибга солиш мумкин эмас.

Марказий банкнинг эмиссион монополияси деярли барча давлатларда фаъатгина банкноталар ва баъзи шолларда тангалар чиқаришда оонун быйича белгиланган (тангалар чиқаришни кып шолларда Молия Вазирлиги белгилайди).

Ривожланган мамлакатларнинг марказий банклари кып шолларда фаъат пулни зарб этиш билан эмас, балки унинг дизайни, банкноталар шимоясини шамда бошқа техник масалаларни кыриб чиқади. Банкноталар банкларга номинал быйича сотилади, аммо баъзи шолларда Марказий банк оышимча хизматлар кырсатгани учун комиссион шқа олади. Масалан, Норвегия Марказий банки автомат аппаратларда ишлатишга ярайдиган банкноталарни етказиб бергани учун (шу жумладан, махсус адаланган тангалар учун) оышимча шқа олади.

Марказий банк учун банкноталар товар сифатида баҳолангани туфайли давлат пулнинг номинали билан унга кетган сарф-харажатлар ыртасидаги фардан фойда олади, бу эса, банкнинг асосий ресурс (пассив)ларини ташкил этади. Бундай даромад нард пул массасининг

---

<sup>1</sup> Ызбекистон Республикаси Марказий банки т\рисидаги оонун. Тошкент, 1995 йил, 21 декабрь.

кичиклигини эътиборга олсак, кыпгина давлатларда катта суммани ташкил этмайди.

Банкноталар (=о\оз пуллар) ва=ти-ва=ти билан инфляция таъсирига учраши мумкин. Табиийки, бу шол муомаладаги на=д пуллар сезиларли былган мамлакатларга хосдир. Агар банкноталарнинг бир =исми Марказий банкка =айтмаса (тезаврация), давлат =ышимча муомала воситаларини муомалага чи=аради, бу эса инфляция жараёнининг кучайишига туртки былиб хизмат =илади.

Марказий банкнинг пул-кредит сиёсатини тартибга солиш юзасидан мавжуд тартибларига мувофи=, тижорат банклари мажбурий резервларни Марказий банкда са=лашади.

Марказий банк пул-кредит сиёсатини юргизувчи орган былиб щисобланади, у эса валюта курсига, фоиз ставкаларига, банк тизимининг умум ликвидлилик щажмига ва табиийки бутун и=тисодиётга таъсир ытказиш учун йыналтирилади. Бу вазифаларни ечишда и=тисодиётни бар=арор ысишини щамда ишсизлик ва инфляцияни камайишини таъминлаш ма=сади ётади. Марказий банк одатда устав быйича пул муомаласини ва миллий валюта курси бар=арорлигини таъминлашга жавобгар, шу ма=садда ыз сиёсатини бош=а давлат органларининг сиёсати билан мослаштиришга щаракат =илади. Пул-кредит сиёсати бутун и=тисодий сиёсатнинг энг асосий элементи былиб щисобланади ва кыпинча унинг мощияти Марказий банкнинг муста=иллиги билан белгиланади. Марказий банкнинг щукумат билан ызаро муносабатлари ы=ув =ылланманинг 1-боби 1.4.-§ да чу==урро= ёритилган.

Пул-кредит сиёсатининг асосий жищатларидан бири былиб - пул-кредит ва валюта сиёсатининг бирлиги щисобланади. Марказий банк миллий пул бирлигининг ички бар=арорлигини таъминлашда тыхтамаслигининг асосий сабаби валюта сотиб олиши ва сотишини

бевосита банк тизимининг ликвидлигида намоён былиши ва унинг эмиссия билан бо\ли=лигидир.

«Тор» ва «кенг» пул-кредит сиёсати мавжуд. «Тор» сиёсатда валюта бозорида интервенция, щисоб ставкаси ва =ис=а муддатли фоиз ставкасига таъсир ытказувчи бош=а инструментлар ёрдамида валюта курсининг ма=буллигига эришиш тушунилади. «Кенг» сиёсатда муомаладаги пул массасига таъсир этиш ор=али инфляцияга =арши кураш тушунилади.

Пул-кредит сиёсатининг хал=аро жищатлари ызгача муаммони вужудга келтиради, яъни булар валюта курси, резервлар, тылов баланси масалаларидир.

Пул-кредит сиёсати бюджет ва соли= сиёсатидан, шу жумладан, давлат бюджетини молиялаштиришдан жуда ани= ажратилган былиши шарт.

Марказий банк, аввало, давлат ва банклар ыртасида и=тисодиёт ор=али воситачи вазифасини ытайди. Шундай муассаса сифатида у пул ва кредит о=имини =онунда рухсат этилган воситалар ёрдамида тартибга солади.

Инструментлар =уйидаги туркумларга былинади: =ис=а ва узо= муддатли, бевосита ва билвосита, умумий ва танловли, бозор ва нобозор. Айтиб ытилганлардан кыриниб турибдики, давлат бозор стихиясини кучли воситалар ёрдамида тартибга солувчи кучга эга, биро= у бозор =онунларига =арши чи=майди, балки аксинча унинг бар=арорлигини таъминлашга щаракат =илади.

Асосий инструментларга =ис=ача шарщ беришга щаракат =иламиз.

Расмий щисоб ставкаси - Марказий банкнинг нисбатан камро= ызгарувчи ставкаси, бу ор=али у векселни щисобга олишга тайёр ёки бош=а банкларга охирги кредитор сифатида кредит бериши мумкин. Расмий ставка одатда бозор ставкасидан ю=ори былади ва унга йыналиш былиб хизмат =илади, ща=и=атда у асосан психологик таъсирга эга, чунки

унда ытказиладиган операциялар салмо\и кып эмас. Охирги ва=тларда расмий щисоб ставкасининг ащамияти деярли щамма мамлакатларда камаймо=да, Буюк Британияда эса у 1981 йилдан бекор =илингандир.

Мажбурий резервлар - бу банкларнинг ресурсларининг бир =исми ва у щукуматнинг Марказий банкда фоизсиз щисобра=амга =ыйилиши талабидир. Бу бевосита кредитлаш имкониятларини чегаралайди ва депозит эмиссиясини =ис=артиради. Шу билан бирга мажбурий резервлар кып щолларда ызининг маъмурий-сонли инструмент сифатида кырсатади ва молия бозорларининг ривожланиши о=ибатида ундан фойдаланиш нисбатан =ис=арди. Баъзи мамлакатларда суистеъмолликка йыл =ыймаслик учун мажбурий резервларнинг максимал щажми =онунда ани= белгилаб =ыйилган. Бир =атор щолларда резерв талаби бекор =илинган ёки кам фойдалилигини эътиборга олиб, щажми сезиларли даражада камайтирилган.

Бу ерда шу нарсани алощиди таъкидллаб ытиш жоизки, мажбурий резервлар бир томондан, тижорат банкларининг ликвидлилигини оширса, бош=а томондан, уларнинг рентабеллик даражаларини, яъни даромадини пасайишига сабаб былади. Демак, шундан хулоса =илиш мумкинки, мажбурий резервлар иккиё=лама роль ыйнайди. Бу ща=да ы=ув =ылланманинг 2-боб 4-§ ида батафсил ёритилган.

Очи= бозор операциялари - Марказий банкнинг тижорат ва хазина векселларини, давлат облигацияларини ва бош=а =имматбащо =о\озларни, шу жумладан, =имматбащо =о\озлар билан =ис=а муддатли операцияларни ытказишига тушунилади. Очи= бозордаги операциялар биринчи навбатда талаб ва таклифни тартибга солиш учун хизмат =илади. Марказий банкларнинг унга таъсир =илиш имкониятлари нисбатан улкан эмас, щамда уларнинг бозорда иштироки кыпро= психологик роль ыйнамо=да. Бу ща=да ы=ув =ылланманинг 2-боб 3-§ ида тыли= ёзилган.

Одоб-аццо - тавсиялар, баёотлар, суцбатлар кыпгина ривожланган мамлакатларнинг пул-кредит сиёсатида мушм ырин тутади. Буюк Британияда, масалан, я=ин ытмишда, Марказий банкнинг ыз ма=садига эришиши учун бош=арувчи =ошининг щаракати етарлидир, дейишар эди.

О=илона банк назорати - банкларнинг хавфсизлигини таъминлаш учун улардан керакли маълумотлар олиб, турли усулларда назорат =илиш щамда белгиланган баланс коэффициентларига риоя этишни таъминлаш.

Капитал бозори устидан назорат - акция ва облигациялар чи=ариш тартиби, шу жумладан, стандарт тартиб=оидалар, эмиссия навбати, облигация чи=ариш квоталари ва бош=алар.

Бозорга =атнашишига рухсат - янги банклар очилишини тартибга солиш, чет эл банкларига операциялар ытказишига рухсат бериш.

Махсус депозитлар - тижорат банкларининг Марказий банкда фоизсиз счетда ётган депозитлари ёки кредитларининг ысган =исми.

Сонли чеклашлар - ставкалар чегараси, кредитлашнинг бевосита чегараси, фоиз ставкаларини ва=ти-ва=ти билан “музлатиш”. Кредитнинг маълум турларини ра\батлантириш ма=садида тартибга солиш ёки маълум тармо=ларни ривожлантиришни тыхтатиб туришга селектив кредит назорати дейилади.

Валюта интервенцияси - миллий валюта курсига таъсир ытказиш ма=садида хорижий валюталарни олди-сотдисини ытказиш, демак, пул бирлигига талаб ва таклиф ор=али таъсир ытказиш (на=д ва муддатли битимлар, своплар). Валюта интервенцияси ща=ида 2-бобнинг 5-§ ида чу=урро= тыхталиб ытилган.

Давлат =арзини бош=ариш. Давлат облигацияларининг эмиссияси банклар ликвидлигининг таъсирини ысмайдиган =илади ва шунинг учун пул муомаласининг назоратида давлат =арзининг щажми, эмиссиясининг тартиби, жойланиш шакллари мушм ырин тутади. Масалан, керакли

талабдан кыпро= =арз мажбуриятларини чи=ариш орти=ча ликвидлиликни  
=ис=артиришга ишлатилиши мумкин, бюджетнинг актив =олди\и ва  
=арзни узиш =исми банк тизимида =айта молиялаштириш ырнига,  
ликвидлиликни оширишни ырнига ишлатилади.

Таргетирлаш - пул массасининг бир ёки бир =анча  
кырсааткичларининг ма=садли йыналишини белгилашда намоён былади.

Фонд ва фьючерс операцияларини тартибга солиш - мажбурий  
маржалар ырнатиш ор=али амалга оширилади, яъни битимга ща=и=ий  
киритилаётган сумма мужассамлашган былади.

Мажбурий инвестициялаш меъёри банклар ва инвестицион  
институтлар учун давлатнинг =имматбащо =о\озларини жойлаштириш.  
Иккиё=лама ма=сад: =арзни бар=арор жойлаштириш ва чай=овчилик  
операцияларни чеклаш.

Бу ерда кырсаатилган ёки кырсаатилмаган пул-кредит сиёсатининг  
инструментлари шощ “=иммат” (рестриктив) сиёсат ёки “арзон” пуллар  
сиёсати былмасин, фа=ат бу сиёсатни фискаль сиёсат ва =онунчилик билан  
бо\ли= былгандагина самарали деб шисоблаш мумкин. Масалан,  
марказлашган кредит режаси амал =илса, корхоналар операциясидан  
ащоли операциялари ажратилган былса, давлат бюджет дефицитини  
эмиссия ёки Марказий банкдан ресурсларни тортиб олиш билан  
молиялаштириш мавжуд былса, у шолда мажбурий резервлар тизимини  
киритиш манти==а ты\ри келмайди.

Банкларни тартибга солиш деганда, давлатнинг Марказий банк  
ор=али банкларнинг бар=арорлигини, хавфсизлигини таъминлаши  
тушунилади. Щозирги кунда банк операцияларининг назоратида биринчи  
галда бутун и=тисодиётнинг бар=арорлигини таъминлаш =изи=ишлари  
ётади. Банкларнинг банкротга учраши мижозларнинг маълум  
йы=отишларга учраганликлари сабаб былиши мумкин ва бунинг  
о=ибатида шатто занжирли реакция бошланиб, бутун и=тисодиётга хавф

солиши, ишлаб чиқаришнинг ысиш суръатига ва иш билан бандликка салбий таъсир кырсатиши мумкин.

Банк тизимини тартибга солишда ва назоратида “CAMEL” принципидан кенг фойдаланилади. “CAMEL” принципи инглизча сызларнинг бош шарфларидан ташкил топган былиб, банк тизимида уйдаги асосий мезонлардан ташкил топган:

- капиталнинг етарлилиги (жами активларга ыз маблаъларининг нисбати) даражаси;
- хавф-хатарни щисобга олган щолдаги активларнинг сифати, ликвидлилиги ва шу кабилар;
- менежментнинг сифати (бошарувчиларнинг малакаси) жищатлари;
- ликвидлилик: мажбуриятларни тезликда ва ийинчиликларсиз бажара олиши (ликвид активларнинг боша активларга нисбати);
- фойдалилик (1 акция ёки ходимга тыри келадиган даромад) даражаси.

Муштим кырсаткичларга над пул коэффициентини; ликвидлилик коэффициентини; капитални анилашни; ыз маблаълари билан жалб илинган маблаъларнинг нисбатини киритиш мумкин. Марказий банк банклардан уларни ликвидли былишлари учун маълум мидордаги над пулларни салашлари учун расман талаб ыйишга щали (ыйиши мумкин).

Шу нарсани алошида таъкидлаб ытиш жоизки, чет эл мамлакатлари марказий банклари орттирган тажрибаларининг яхши жищатларини бизда ыллаш яхши самара бериши мумкин. Хусусан:

- биринчидан, банкноталар эмиссиясини механизмини айта уриш лозим. Яъни, Марказий банк банкноталарни тижорат банкларига сотиши ва касса операцияларини фаатгина улар билан амалга ошириши лозим. Банкноталар билан таъминлаб бериш масаласини тыла щал этиш керак;

- иккинчидан, на=д пулсиз щисоб-китоб шаклларини ривожлантириш ор=али муомаладаги пул массасининг на=д пул (банкнота)лар щажмини =ис=артиришга эришиш зарур;

- учинчидан, на=д пуллик ва на=д пулсиз оборотлар ыртасидаги сунъий фар=лиликни йы=отиш керак. “На=длаштириш”га =арши курашни тыхтатиш керак, чунки у ор=али облигация ва омонот сертификатлари пул ырнида чи=арилган =имматбащо =о\озларга айланиши юз беради;

- тыртинчидан, фоиз ставкаси (расмий щисоб ставкаси, ставкалар чегараси, =айта молиялаштиришдаги жарима ставкалари, резерв талаблари ор=али) сиёсати ор=али ялпи пул массасини тартибга солиш тизимини киритиш керак. Масалан, фоиз ставкалари кредитнинг со\ломлашишига ва, демак на=д пулсиз эмиссия фа=ат инфляция темплари даражаларига мос былгунча былган шароитда ёрдам бериши мумкин;

- бешинчидан, =ис=а ва=т ичида ва тезликда “банк сири” деб щисобланаётган пул-кредит сощасидаги статистикани ошкор этиш ва пул муомаласи, банклар баланси ща=идаги маълумотларни кенг омма ми=ёсида матбуотда чоп этишга шароит яратиш керак. Чунки, бу сощадаги муоммоларнинг ечимини щал этиш мураккаб былиб =олиши мумкин;

- олтинчидан, Марказий банкни фа=ат Олий Кенгашга щисоб беришлигини =онундан биламиз, лекин, =онунчиликда Марказий банк томонидан давлатнинг кредитлаш чегарасини ани= белгилаб =ыйиш лозим. Акс щолда пул-кредит сощасини тартибга солишда етарли даражадаги самарага эришиб былмайди;

- еттинчидан, щукумат бутун банк тизимини тартибга солиш учун ыз таъсирини камайтирган щолда Марказий банкка етарли ваколатлардан ва инструментлардан фойдаланиши учун барча имкониятларни яратиши керак. Яъни, и=тисодиётни эркинлаштиришни янада жадаллаштириш лозим.



Ишлаб чи=илаётган шар бир банк =онунчилигимизда ривожланган мамлакатларнинг банк ишидаги юту=лари ва тажрибаларини эътиборга олишимиз керак. Акс шолда, бутун и=тисодиётни самарали фаолият юритишини таъминлаб былмайди.

### 1.3. Ызбекистон Республикаси Марказий банкининг ташкил топишидаги шарт-шароитлар

1991 йилнинг ноябр ойида Муста=ил Давлатлар Шамдыстлиги ташкил этилиши ва Иттифо= тузилмалари бекор =илиниши натижасида, Ызбекистон Республикаси Олий Мажлиси «Банклар ва банк фаолияти ты\rисида» =онун =абул =илди ва амалда республикамиз Марказий банкининг республика шудудидаги давлат пул-кредит ва валютани тартибга солувчи орган сифатидаги ваколатини белгилаб берди. Шу билан бирга, ушбу =онун республикамиз и=тисодиётини ислошц =илишнинг бошлан\ич бос=ичида =абул =илинган былиб, ыша давр талабларига жавоб берган эди.

Ызбекистон Республикаси Марказий банкининг асосий фаолият ма=садини белгилаб берувчи бош шужжат - республикамиз Олий Мажлиси ын иккинчи ча=ири= 11 сессиясида 1992 йил 8 декабрда Ызбекистон Республикаси Конституциясининг =абул =илиниши былди. Хусусан, Конституцияда мамлакатимиз банк тизимини Ызбекистон Республикаси Марказий банки бош=ариши белгилаб =ыйилган эди.

Икки бос=ичли банк тизимини ташкил этиш кыплаб =онунчилик ва тузилмавий масалаларни шал этиш заруриятини кун тартибига =ыйди.

Марказий банк ва банк фаолиятига оид янги =онунларни тайёрлашда банклар (ихтисослашганидан тортиб то универсалларигача) ваколатига кирувчи вазифалар, янги банкларнинг мулкчилик тузилмасининг йыл =ыйилиши мумкин былган шакллари, банкларни таъсис этиш ва тугатиш

=оидалари, Марказий банкнинг монетар сиёсат ва назорат вазифаларини амалга оширишдаги мустақиллиги даражаси, пул-кредит сиёсати воситалари ва иқтисодий меъёрлар тўғрисидаги масалаларни шал этиб олиши лозим эди.

Ушбу қарорлар абул илингунига адар янги банкларнинг сони, минтақавий таъсирланиши, уларнинг шажми ва капиталлари манбалари, ссудаларнинг янги банклар ыртасида таъсирланиши, собиқ давлат банки ходимларини янги банклар ва уларнинг филиаллари ыртасида таъсирлаб чиқиш каби масалаларга жавоб топиш лозим эди. Шунингдек, бухгалтерия шисоби, тылов тизими ва айнама, валюта-кредит муносабатлари сошасида ирилиши лозим былган ишлар тўғрисидаги тасаввур жуда оз эди.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг республикамиз умумиқтисодий сиёсати билан узвий боғланган вазифаларининг янгиланиб бориши ва банк назорати каби вазифаларнинг амалга оширилиши, шунингдек, валюта сиёсатини амалга оширишдаги мавқеининг ысиб бориши турли хил былимларни атайта ташкил этишни, кадрларни жой жойига ыйишни, маъмурият ва ахборот олимларини атайта ташкил этишни талаб этар эди. Иқтисодий ислошотларнинг бошланғич даврида мустақил Ўзбекистон Марказий банки олдига ыйилган масала - бу аввалги юри даражада иерархик тузилма асосида адекват равишдаги вертикал ва горизонтал алоқаларни таъминлайдиган янги ташкилий тузилмани ривожлантириш эди.

Миллий валюта сымнинг муомалага киритилиши ва молиявий сошда ислошотларни чуқурлаштириш вазифаси унинг шуқулий базасини янада ривожлантириш, бозор талабларига мувофиқ равишда банклар фаолиятининг барча жишатларини тартибга солувчи алошда онуннинг ишлаб чиқишини талаб илар эди. Юрида айд этилганларни шисобга олган, шунингдек, халқаро молиявий институтлар ва хорижий

марказий банклар амалиётидан келиб чиққан шолда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки алоҳида «онун лойишасини ишлаб чиқди. Натижада, 1995 йил 21 декабрида Олий Мажлиснинг навбатдаги сессиясида «Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида»ги «онунини «абул «илинди. Ушбу «онун Халқаро Валюта Фонди ва Жапон банки сингари обрўли молиявий ташкилотлар ижобий баъвосига сазовор бўлди.

«Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тўғрисида»ги «онуннинг «абул «илиниши Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати воситалари ёрдамида итисодиётни тартибга солувчи орган сифатидаги ма«омини шакллантиришда муштим во«еа бўлди. 1996 йилда «Банклар ва банк фаолияти тўғрисида»ги «онуннинг янги ташририда «абул «илиниши банкларнинг ма«оми, ма«сад ва вазифалари шамда фаолият кырсатиш шартларини ани« белгилаган шолда тижорат банкларининг бар«арор фаолият кырсатиши учун ху«у«ий асос яратди.

1991 йилда Ўзбекистон Республикасининг «Таш«и итисодий фаолият тўғрисида», «Ўзбекистон Республикасида чет эл инвестициялари тўғрисида»ги «онунлари «абул «илиниши билан республикамизда валюта-кредит муносабатлари ва валютани тартибга солиш тизимини шаклланишининг тамал тошлари «ыйилди.

Валюта сиёсатини амалга ошириш ва валютани тартибга солиш Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг иш фаолиятидаги янги бос«ич эди. Чунки, ушбу сошда амалий тажриба ва тайёрланган кадрлар деярли йы« эди. Валюта бозорини ташкил этиш ва фаолият кырсатишини тартибга солиш билан бо«ли« вазифаларни шал этиш учун тегишли тузилмавий бўлинмалар ташкил этилди. Ушбу бўлинмалар кейинчалик валютани тартибга солиш ва таш«и ало«алар департаментида бирлаштирилди.

1993 йил май ойида Ўзбекистон Республикасининг «Валютани тартибга солиш тўғрисида»ги қонуни абул илинганидан сунг Марказий банк валютани тартибга солиш масалалари быйича янги меъерий-щуну=у=ий базани ишлаб чи=ди.

Тегишли и=тисодий шарт-шароитлар яратилиши ва таш=и и=тисодий фаолият сощаси кенгайиб бориши билан Марказий банк томонидан валютани тартибга солишга доир амалдаги =оидалар мунтазам равишда =айта кырилиб борилди. Шунингдек, ички валюта бозорини янада ривожлантириш ва эркинлаштиришга доир чора-тадбирлар узвий равишда амалга оширилди.

Марказий банк банклараро щисоб-китобларни тезлаштириш, тылов тизими, бухгалтерия щисоби ва щисоботни такомиллаштиришга доир ишлар амалга оширилди. Республикамизда барча тижорат банклари ва уларнинг филиалларини =амраб олган ягона электрон тыловлар тизими яратилди. 1996 йил март ойида Ўзбекистоннинг барча щудудларида Марказий банкдаги ягона Марказдан бош=ариладиган щисоб-китоблар марказлари ташкил этилди. Унга кыра республикамиз ми=ёсида тыловларнинг ытиши сано=ли да=и=алар ичида амалга оширила бошланди.

Шуни =айд этиш лозимки, Ўзбекистон МДЩ мамлакатлари орасида биринчилардан былиб бутун давлат ми=ёсида ягона электрон тыловлар тизимини жорий этди. Хал=аро стандартлар талабига мос келувчи банк щисоби ва щисоботининг янги тизими ишлаб чи=илди. Шунингдек, щисоботнинг янги шакллари жорий этилди, бозор и=тисодиёти шартларига мувофи= келувчи бухгалтерия щисоби ва щисоботи, аудитнинг тамойил ва услублари белгиланди.

Ўзбекистоннинг кучли банк тизимини шакллантиришда мамлакатимиз Президенти ва Щукуматимизнинг банкларни бозор и=тисодиётида тутган ырнини чу=ур тушунган щолда ушбу сощага

алошида эътибор =аратишаётганини =айд этиб ытиш лозим. Ислощотлар дастлабки даврдан бошлаб банклар 4 йил муддатга бир =атор соли=лардан озод этила бошладилар. Соли=лардан озод этилган мабла\лар банкларга замонавий инфратузилмани шакллантиришга имконият яратди.

И=тисодиётни эркинлаштиришнинг шозирги бос=ида банк тизимини янада такомиллаштириш учун зарурий чора-тадбирлар амалга оширилиши белгиланган. Таъкидлаш лозимки, Шукумат =арорлари ва Марказий банкнинг тегишли меъёрий шужжатлари асосида муста=ил пул тизими ва банк сощасини шакллантиришдек мураккаб вазифа бажарилмо=да.

#### **1.4. Марказий банкнинг анъанавий функциялари**

Марказий банк фаолиятининг мазмуни унинг функцияларида тыларо= намоён былади.

Марказий банкнинг шар бир функцияси, унинг мамлакат банк тизимининг бош бы\ини, и=тисодиётни пул-кредит воситалари ор=али тартибга солувчи давлат органи сифатидаги фаолиятининг ани= бир томонини акс эттириши керак.

Марказий банкнинг функциялари ва вазифалари Марказий банк ты\рисидаги =онунда ва бош=а бир =атор меъёрий (норматив) шужжатларда ыз аксини топади.

Давлатларнинг банк =онунчиликларида ызаро жиддий фар=лар былса-да, Марказий банкнинг функциялари ва вазифалари борасида кыпгина умумий ыхшашликлар мавжуд. Бу ыхшашликлар айни=са, бир =атор ривожланган давлатларнинг марказий банклари функцияларида намоён былади.

Ривожланган мамлакатлар марказий банкларининг деярли барчаси бажарадиган анъанавий функцияларга =уйидагилар киради:

- эмиссион функция;
- «банкларнинг банки» функцияси;
- «давлатнинг банки» функцияси;
- олтин-валюта захираларини бош=ариш функцияси.

### **Эмиссион функцияси.**

Марказий банк банкноталарни муомалага чи=ариш бййича монопол мав=еига эга. Бу «банкнота якка шокимлиги», деб щам аталади. Банкноталар мамлакат шудудидаги щисоб-китобларда чекланмаган ми=дорда =абул =илинувчи ягона тылов воситасидир. Марказий банкнинг на=д пулларни бериш жараёнидаги монопол мав=еи, унинг барча пул массасининг шажмини, шу жумладан, тижорат банкларининг щисоб-ра=амларидаги пул мабла\ларини щам назорат =илишига имкон беради.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ха=идаги =онуннинг 34-38- чи моддаларида Марказий банк мамлакатда муомалага пул чи=ариш шу=у=ига эга былган монопол банк эканлиги =айд этилган. Шу ну=таи назардан, у муомаладаги пул массасининг бар=арор равишда айланишига жавобгардир.

Марказий банк учун банкноталарнинг харид =обилиятини бар=арор даражада са=лаб туриш мушм ащамиятга эга. Бу эса, энг аввало, муомаладаги банкноталар ми=дорининг ызгаришига бо\ли=. Бу щолатни щисобга олган бир =атор марказий банклар, хусусан, Германия Марказий банки ращбарияти муомаладаги на=д пул массасини тартибга солишни, кредитлаш шажмини назорат =илиш билан бир =аторда, миллий валютанинг бар=арорлигини таъминлашнинг мушм шарти, деб щисоблайди.

### **«Банкларнинг банки» функцияси.**

Марказий банкнинг «банкларнинг банки» сифатидаги функцияси, бизнинг фикримизча, асосан, =уйидаги тырт йыналишда намоён былади:

Барча тижорат банклари ыз мабла\ларининг маълум =исмини Марказий банкдаги фоизсиз щисоб-ра=амларида минимал резервлар сифатида са=лашга мажбурдирлар.

Хусусан, Германия Федератив республикасида 1984 йилдан бошлаб, асосан, барча тижорат банклари билан бир =аторда узо= муддатли =ыйилмалар билан шу\уланувчи кредит институтлари ва =урилиш жам\арма кассалари щам минимал резервларини Марказий банкда са=лашга мажбур былдилар.<sup>1</sup>

Банк мижозлари ыз жам\армаларининг ёки кредитлари-нинг маълум =исмини Марказий банк билетларида, яъни на=д пулларда оладилар. Мижозларнинг бу талабини тижорат банклари Марказий банкдаги муддатсиз жам\армаларининг исталган пайтда на=д пулга алмаштириладиган =исми щисобидан =ондирадилар. Марказий банк ана шундай йыл билан бутун банк тизимининг тыловга =обиллигига таъсир =илади. Аммо, бундан щар бир тижорат банки ызининг на=д пулларга былган талабини фа=атгина икки мушжим вазифани щал =илиш имкониятига эга былиб турибди. Биринчидан, минимал эмиссион банк мабла\лари щисобидангина =ондира олади, деган хулоса келиб чи=майди. Айрим банкларда банкноталарнинг орти=ча захираси мавжуд былади ва улар бош=а банкларга бу пулларни кредитга бериши мумкин. Пул бозори ривожланган мамлакатларда бу жараён техник жищатдан жуда силли=кычади. Щуниси характерлики, тижорат банкларидаги орти=ча на=д пуллар ми=дори эмиссион банк яратган пуллар ми=дорига тенгдир. Демак, тижорат банкларининг банкноталарни кредитга бериш имконияти чекланган. Бу эса, уларнинг банкнота эмиссияси сощасида Марказий банкка бо\ли=лигини са=лаб =олади.

---

<sup>1</sup> Немецкий Федеральный банк. Специальное издания Немецкого Федерального банка, №7, 1993 г., стр. 64.

Шундай ҳолатда, Марказий банк резервлар тизими орқали банк тизимининг тўловга қобилигини таъминлаётган бўлса, иккинчидан, пул бозоридаги наҳд пулларга бўлган талабни бошқариш орқали тижорат банкларининг пул ва кредит экспансиясини назорат қилиш имкониятига эга бўлаётган.

2. Марказий банк барча тижорат банклари ва бошқара кредит институтлари учун «сингги кредитор»дир.

Тижорат банклари вақтинчалик ликвидли кредит оладилар. Бу кредитлар, албатта, тижорат векселлари билан, давлатнинг қимматбаҳо қозғалар билан ёки банкнинг бошқара қарз мажбуриятлари билан таъминланган бўлиши керак.

Марказий банкнинг тижорат банкларини қайта молиялаштириш бийича амалга оширадиган доимий операциялари туфайли пул бозорининг мўътадил фаолияти таъминланади. Бу ҳолатда, ыз навбатида, тижорат банкларига мижозларга қулай бўлган фойиз ставкаларида кредитлар бериш имкониятини юзага келтиради.

Айни ҳолатда, Марказий банк, тижорат банкларига берган кредитлари учун белгиладиган фойиз ставкаларини ызгартириш йили билан кредит ресурсларига бўлган талабни тартибга солиш имкониятига эга бўлади.

3. Марказий банкнинг ушбу функцияси доирасидаги учинчи йыналиш, асосан, икки шолатда намоён бўлади. Марказий банк мамлакат щудудида амалга ошириладиган щисоб-китоблар шаклларини, уларни қуллаш тартибини ва муддатини белгилаб беради. Хусусан, Немис Федерал банки тўрисидаги ҳонунда Бундесбанкнинг «щисоб-китоблар тизимининг банклар томонидан мамлакатда ва хориж билан бўлган алоқаларда ижро этилиши тўрисида қамхырлик қилиши» белгилаб қуёйилган.



Шаддан зиёд катта ми=дордаги захираларни тижорат банклари томонидан са=лаб турилиши хазина ва тижорат векселлари каби пул бозори воситаларига былган талабни =ис=аришига олиб келади. Шу билан бирга, тыловнинг кечикиши ю=ори инфляция шароитида келиб тушадиган пул мабла\лари реал =ийматининг пасайишига, давлат ва корхоналар томонидан кредитга былган талабнинг кучайишига олиб келади. Бундай шароитда рестрикциявий пул-кредит сиёсатининг амалга оширилиши, шубҳасиз, мабла\лар етишмовчилиги натижасида ижро этилмаган тылов топшири=номаларининг тыпланиб =олишига ва корхоналарнинг ызаро =арздорлик суммаларининг сезиларли даражада ысишига олиб келади.

4. Мамлакат банк тизимининг мыътадил фаолият кырсаатишида Марказий банкнинг =андай усуллар ёрдамида ва =ай даражада тижорат банклари фаолиятини назорат =илиши муштим ашчамиятга эга.

Шозирги кунга келиб банклар фаолиятини назорат =илиш ривожланган хорижий давлатларда марказий банкларнинг муштим фаолиятига айланди. Фа=ат Буёк Британия Марказий банкигина нисбатан кеч, яъни 1979 йилда расман, =онуний асосда банклар фаолиятини назорат =илиш шу=у=ига эга былди.

Бундесбанкнинг бу сошдадаги ызига хос хусусияти шундан иборатки, у бевосита банклар фаолиятини назорат =илиш билан шу\уланмайди. Балки назоратни Федерал назорат мащкамаси амалга оширади. Аммо Бундесбанк назорат мащкамасига я=индан кымаклашади. Хусусан, ушбу мащкаманинг жойларда былинмалари мавжуд эмас ва у тыли= Федерал банкнинг жойлардаги муассасаларидан фойдала=нади. Бундан таш=ари, =арорлар =абул =илишда назорат мащкамаси бир =атор масалалар быйича Марказий банкнинг розилигини олиши керак. Масалан, банкларнинг ыз капитали ва тыловга лаё=атлилиги хусусида =арор =абул =илиниши учун албатта, Бундесбанкнинг розилиги былиши шарт.

Марказий банкнинг банклар фаолиятини назорат этилишининг энг асосий сабаби мамлакатда банк тизимига былган юксак ишонччи таъминлаш. Бу ишонч тижорат банкларининг ыз мижозлари - шу=у=ий ва жисмоний шахслар олдидаги мажбуриятларини тыли= ва ыз ва=тида бажара олиши ор=али таъминланади.

### **«Давлатнинг банки» функцияси.**

Марказий банк, давлат банки сифатида, Давлат бюджетининг кассали бажарилишини амалга оширади, давлат органларининг на=д пулсиз операцияларини маълум =исмини амалга оширади, шукуматнинг таш=и =арзларини тылашга хизмат =илади, бюджет дефицитининг маълум =исмини =оплашга ва бош=а давлат муассасаларининг харажатларини молиялаштириш ма=садларига =ис=а муддатли кредитлар беради. Шамда шукуматга пул-кредит ва валюта масалалари быйича маслащатлар беради.

Масалан, Бундесбанк давлат банки сифатида Федерацияга, маъмурий-шудудий былинмаларга шамда Федерациянинг парабюджет фондларига кредитлар бериш шу=у=ига эга. Бу кредитлар шажми чекланган былиб, =ис=а муддатли характерга эгадир.

Давлат банки сифатида Бундесбанк, шукумат номидан унинг облигацияларини, молиявий векселларини сотади ва уларни сотиш учун эълон =илади. У федерал заёмлар курсини бар=арор даражада са=ланиши учун жавобгар щисобланади.

Марказий банк давлатнинг асосий банкири ва шукуматнинг молиявий маслащатчиси былиб щисобланади. Бу борада:

– шукумат ми=ёсидаги ташкилотларнинг щисоб ра=амларини юритади;

– давлат заёмларини чи=ариш, са=лаш ва улар билан тегишли операцияларни амалга оширади;

– шукуматга кредит беради;

– давлатнинг олтин-валюта ва имматбащо тошлардан иборат резервини ызида са=лайди ва бош=аради;

– мамлакат ми=ёсида валюта курсини ырнатади, фоиз сиёсатини юргизади ва давлатнинг бош=а давлатлар олдидаги мажбуриятларига жавоб беради. Улар билан корреспондентлик муносабатларини ырнатади ва олиб боради.

Марказий банкнинг давлат банки сифатидаги функциясининг мушм кыринишларидан бири шукуматнинг таш=и =арзларини тылаш жараёнида намоён былади.

### **Олтин-валюта захираларини бош=ариш функцияси.**

Ривожланган давлатларда шукуматнинг одатда, чет эл валюталарида щисоб-ра=амлари былмайди. Мамлакатнинг олтин-валюта захираларини бош=ариш Марказий банк зиммасида былиб, уларнинг суммаси Марказий банк балансида акс этади. Шукуматнинг эса, чет эл валюталарида таш=и =арзлари мавжуд былади. =арзни тылаш муддати келиши билан шукумат Марказий банкка тылов топшири=номаси ёзади. Банк ызининг валюта захиралари щисобидан шукуматнинг таш=и =арзини тылайди ва тыланган сумманинг миллий валютадаги эквивалентини шукуматнинг щисоб ра=амларидан чегириб олади.

Ривожланган индустриал давлатларда Марказий банк бажарадиган анъанавий функциялардан бири - валюта захираларини бош=аришда Марказий банкнинг монопол мав=еига эга эканлигидир. Хусусан, Австрия, Буюк Британия, Германия, А+Ш каби давлатларнинг марказий банклари мамлакат валюта захираларини бош=аришда ана шундай шу=у==а эгадирлар.

Марказий банкларнинг маслащатлар бериш ва маълумотлар билан таъминлаш функциясини унинг давлат банки сифатидаги функциясига киритиш мумкин.

Марказий банкнинг маълумотлар талаб =илиш шу=у=и ты\рисида тижорат банклари учун шисоботлар шаклини ва топшириш муддатини белгилаб беришлигини Марказий банкнинг маълумот - тад=и=от функциясининг бир кыриниши сифатида кырсатади.

Шуни алошида таъкидлаш лозимки, Марказий банкнинг функциялари =ыйилган ма=садларга эришишни таъминлаш учун хизмат =илади. Шу сабабли асосий ма=садга эришиш йылида белгиланган у ёки бу вазифани шал этиш Марказий банк функцияларининг айримларини бош=аларига нисбатан фаолро= жалб =илинишини талаб этади.

Ю=орида =айд этиб ытилган Марказий банкнинг асосий анъанавий функциялари хал=аро банк тизимида анъанавий кыриниш сифатида кенг тар=алган, яъни шар бир ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар Марказий банкларининг функциялари бир-бирига ыхшаб кетади.

Хулоса =иладиган былсак, янги юзага келаётган барча функциялар ва вазифаларни ырганилган функциялар ичига киритиш ма=садга мувофи= былади.

### **1.5. Марказий банкнинг муста=иллиги ва ма=оми**

Кейинги йилларда Марказий банкнинг и=тисодиётдаги ырни ва ашамияти шамда уни мамлакат шудудида былаётган и=тисодий жараёнларни тартибга солишдаги роли ша=ида мунозарали бащслар бир неча маротаба ызининг ривожланиш йыналишларини ызгартирди ва бунинг о=ибатида и=тисодиёт-даги банк тизимининг биринчи по\онасида реал ызгаришлар былишига сабаб былди, бу эса биринчи навбатда давлат бош=арув органларига былган муносабатларда намоён былди.

Бу муаммони тащлил этишда асосий жищат - мамлакат Марказий банк сиёсатининг давлат и=тисодий сиёсати йыналишига тобелиги, яъни ани=ро\и бу тобеликнинг даражасига бо\ли=. =ачонки, мамлакат Марказий

банки сиёсати давлатнинг итисодиётни тартибга солиш сиёсати билан чамбарчас боли= былса, бундай боли=ликни самарали, деб щисоблаш мумкин. Лекин, шу нарса катта ащамиятга эгаки, бу иттифо= Марказий банк томонидан =анчалик ихтиёрий равищда тузилган ва у кимга щисобдор ва банк тизимида пул-кредит сиёсатини тартибга солищдаги усулларни ва йыналишларни танлащда щамда =онун быйича Марказий банк муста=иллиги даражаси ва бунга ща=и=атда эришилганлигига ащамият бериш лозим.

Марказий банкнинг муста=иллиги ва итисодиётни тартибга солищдаги ырни кып щолларда миллий урф-одатлардан ва банк тизимининг миллий хусусиятларидан келиб чи=ади. Лекин, умумий йыналиш (тенденция)ларни щам асосий итисодий ривожланган мамлакатларга та==ослаган щолда кыриб чи=иш мумкин. 70-йиллар ырталаридан 80-йиллар ырталаригача былган давр мобайнида давлатнинг итисодиётга амалий аралашуви натижасида жащоннинг кыпгина етакчи мамлакатларида марказий банкларнинг “=удратлилик” назарияси тасди=ланди, марказий банклар-нинг обры-эйтибори, нуфузи ысди ва бу маъмурий бош=арув усулларининг кенгайищда намоён былди.

Шу асосда кырилаётган даврда марказий банклар даражасида хал=аро ало=алар муваффа=иятли ривожланди. Бунга я==ол мисол =илиб, Европа Валюта Тизимини ташкил топиши ва Европа Марказий банкни тузиш режасини кырса тиш мумкин.

Биро=, 80-йилларнинг ырталаридан, миллийлик хусусият-ларининг йы=отилиши ва марказлашмаган сиёсатларнинг бошланиши билан марказий банкларнинг “=удратли”лиги назарияси тарафдорлари чет эл илмий доираларида сезиларли даражада камайди. Шундай =илиб, 80-йилларнинг охирларида \арбий Европада марказий банкларнинг пул-кредит сиёсатидаги роли щамда валюта бозоридаги операциялар устидан былган назоратининг пасайиши юз берди.

Шундан келиб чиқиб, Марказий банкни тартибга солиш механизмининг характерли хусусиятлари билан худди шу даврда амал қилаётган иқтисодий назариялар йўналишлари ыртасида етарли даражада ықшашликларни мисол қилиб келтириш мумкин. Давлат аралашуви кучайган даврда (кейнсчилар тарафдорлари назарияси буйича) Марказий банкларнинг роли ҳам кучаяди, тартибга солишнинг маъмурий методларини қўллаш кенгаяди, ва аксинча, монетаристлар назариясининг таъсири кучайиши ва давлатнинг иқтисодиётга аралашувининг камайиши оқибатида марказий банкларнинг иқтисодиётни тартибга солишда бозор механизмларидан фойдаланишга мажбур бўладилар. Шундай вазиятларда Марказий банк ваколатининг бир қисмини ички пул-кредит ва валюта сиёсатидаги муаммоларни ечиш учун Молия Вазирлигига беради.

Бироқ, арб иқтисодчилари нуқтаи-назарларининг таълили шуни кўрсатадики, Марказий банкнинг иқтисодиётдаги ырнини ызгаришига субъектив омиллар ҳам катта таъсир кўрсатиши мумкин, шу жумладан, шатто банк рақбарининг шахсий сифатларини ажратиб кўрсатиш мумкин.

Мисол учун, арбий Европадаги мамлакатлар Марказий банкларининг роли ызгаришини ырганишга баъишланган тадқиотларда бир қатор иқтисодчилар 70-йилларда Марказий банкларнинг кучайишини шу миллий банк тизимининг бошқарувида кызга кыринган шукумат ва халқаро доираларда обры-эътибори юзори бўлган молия арбоблари бошқарганлигини таъкидлайдилар. Бунинг оқибатида ыша даврдаги миллий валюта раобатбардошлигига хавф солувчи шукуматнинг иқтисодий чора-тадбирларига қарама-қарши “қаттиқ сиёсат” қўллаш мумкин бўлган эди.

У ёки бу Марказий банкнинг ыз фаолиятидаги мустақиллик даражасини аниқлаш учун уларнинг мустақиллик мезони (белгиси)га холис баҳо бериш керак. Хорижий адабиётларда марказий банклар мустақиллигини аниқлашнинг бир неча усуллари қайд этилган. Асосан

марказий банкларнинг итисодий ва сиёсий мустаиллиги ажралиб (фарланиб) туради.

Марказий банкнинг мустаиллиги даражасини анилашда унинг пул-кредит сиёсатини танлаш ва ытказишда давлат бошарув органларига кыпроёки камроарамлигига эътибор берилади.

Марказий банкнинг итисодий мустаиллиги - бу унинг ыз инструментларидан ызи хошлаган йыналишда ва чегараланмаган мидорда фойдалана олишига айтилади.

Итисодий ривожланган мамлакатлар марказий банкларининг туркумланиши пул-кредит сиёсати масалаларини шал этишдаги мустаиллиги хорижий адабиётларда турли мезонларга араб амалга оширилади.

Умуман олганда марказий банклар мустаиллигининг устунлигини ырганиш тадиотларида ё субъектив, ёки объектив омилларга бащо бериб, ажратиш мумкин. Масалан, субъектив омиллар сифатига мамлакат Марказий банки билан шукумат ыртасидаги ызаро расмий муносабатларни шамда Марказий банк ращбарларининг шукумат доираси билан былиши мумкин былган норасмий алоаларни танлаб кырсатишган. Чет эл муаллифларининг тадиотларида мустаилликнинг 4 баллик тизими танланган: 1-балга - марказий банкларнинг давлат бошарувидан паст даражада мустаиллиги, яъни тыла арамлиги; 4-балга - мустаиллик даражаси жуда юори былган марказий банклар киради.

Саноати ривожланган мамлакатлар Марказий банклари мустаиллигининг объектив омилларига бащо беришда уйдаги мезонларни киритиш мумкин:

– Марказий банк капиталида ва фойдани ташиллашда давлатнинг иштироки;

– банк ращбарларини тайинлаш (сайлаш) даги тартиб ва уларнинг фаолият кырсатиши муддати щамда давлат томонидан миллий банкнинг фаолиятини назорат =илиш шакли;

– Марказий банк вазифаларини ани=лашнинг =онунчиликда ёритилиш даражаси;

– Марказий банк ращбарияти =арорини давлат органлари ырнатилган =онун билан тыхтатишини ёки давлатнинг умуми=тисодий йыналиши билан Марказий банкнинг пул-кредит доирасидаги тадбирларни тартибга солишнинг мавжудлиги;

– мамлакат Марказий банкининг давлат харажат-ларини ты\ри ва эгри молиялаштиришини тартибга солувчи =оиданинг мавжудлиги ва унинг шакллари.

Марказий банкнинг капиталида ва фойдасини та=симлашда давлатнинг иштироки омили Марказий банк и=тисодий муста=иллигининг =анчалик даражадалигини кырсатади. Лекин бу =арамлик иккиламчи роль ыйнайди, чунки Марказий банкнинг капитали ты\ридан-ты\ри давлатга тегишли былмаса щам, =онунчиликда маълум шарщ (изош) мавжуд былади. Агар мавжуд былмаса, давлат эгри усуллардан фойдаланади.

Мисол =илиб, Австрия Миллий банки ща=идаги =онунни олайлик. Бу банк худди щиссадор жамияти шаклида тузилган ва фаолият кырсатмо=да (Марказий банкнинг 50 фоиз капитали Федерацияга, =олган 50 фоизи капитали австриялик щу=у=ий ва жисмоний шахсларга тегишли). Марказий банк капиталига фа=ат Молия вазирлигидан рухсат олган щу=у=ий ва жисмоний шахсларгина улуш =ыша олиш щу=у=ига эгадирлар.

Пай (улуш) мерос (ворислик) ор=али ытиши ёки Молия Вазирлиги рухсати билан сотилиши мумкин. Шу ор=али давлат билвосита назоратни амалга ошириши мумкин.



Бундан ташқари, Марказий банкнинг функция ва вазифалари ошонунда кырсатилган. Шу сабабли улуш эгалари йиқилиши чегараланган масалаларнигина еча олади. Албатта, бу масалалар банкнинг итисодий сиёсати билан тығридан-тығри боғлиқ былмайди.

Шундай ҳолиб, мамлакат Марказий банкининг капиталида 100 фоизи давлатнинг иштироки - кыпроқ Марказий банк салоҳиятига ва анъаналарига ҳамда улуш эгаларига ҳам боғлиқ. Мисол тариқасида А+Шнинг Федерал Резерв Тизимини ва Германиянинг Федерал банкини кырсатиш мумкин. Иккала Марказий банк жаҳонда энг мустақил марказий банклар сифатида тан олинган. Шундай былса-да, Немис Федерал банкининг 100 фоиз капитали Федерацияга, Федерал Резерв Тизими капитали эса, 100 фоиз аъзо-банкларнинг тылиқ мулкига тегишли. Ва аксинча, банклар ва суғурта компанияларининг мулкига тегишли былган Италия Марказий банки давлат бошқарув органларига ҳарамдир.

Бу омилнинг таълилидан кыринадикки, марказий банклар капитали эгаларининг таркибидан ҳатый назар, улар унинг пул-кредит сиёсатидаги мустақиллигига аҳамиятли таъсир кырсата олмайди.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкини ҳам Германия, Буёк Британия, Франция, Голландия, Дания ва Россия каби давлатларнинг марказий банклари гуруҳлари ҳаторига киритиш мумкин, чунки бу гуруҳлар капиталининг 100 фоизи ҳам давлат мулки ҳисобланади.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг итисодиётдаги ырнини ҳам унинг мамлакат ҳукумати билан былладиган муносабатидан билиш мумкин. Барча мамлакатларда Марказий банкларнинг фаолияти Марказий банк тығрисидаги ошонун билан тартибга солинади. ошонунда Марказий банк фаолиятининг барча жиҳатлари ыз аксини топган былиши керак. Чунки, Марказий банк учун ҳукуматнинг бошқаруви ошонун ҳужжатлари “Марказий банк фаолияти тығрисида”ги ошонун олдида устувор эмас.

Марказий банкнинг мустақиллиги даражасини белгиловчи кейинги омил, банк рақобатининг сайланиш тартиби ҳисобланади.

Бу омил Марказий банкнинг давлат органлари бошқаруvidан бошланиб даражада сиёсий мустақиллигини белгилашда муҳим омил бўлиб ҳисобланади. Биринчи қарашда, мамлакатлар ўртасидаги фарқлар Марказий банкнинг бошқарув лавозимида номзодларни қиммат баҳолашда намоён бўлади. Қўпгина ривожланган давлатларда (Германия, Буюк Британия, Франция, Япония, АҚШ, Дания, Швейцария, Австрия) банк рақобатига шукрат тавсия этилган номзодлар сайланади ёки тайинланади.

Бундай шароитда мамлакат Марказий банк рақобатига бошқаруvidа етакчи лавозимдаги шахс қатта роль ўйнайди. Масалан, Немис Федерал банки рақобатлигига Франция банки рақобатлигига қарама-қарши равишда юзбери ташкилот ҳисобланган Молия Вазирлигидан чиққан хизматчилар сайланмайдилар. Франция банки раиси ва унинг биринчи 2-та ўрдамчиси Республика Президенти томонидан махсус декрет асосида тайинланади. Бу декрет Вазирлар Кенгашида тасдиқланади. Австрия миллий банкнинг умумий йўналишида бош кенгашга 6 аъзони таъсисчилар сайлайдилар; президентни, 2-та вице президентни ва кенгашнинг қўлган 5 аъзосини Молия Вазирлиги тайинлайди. Бунда, сайланаётган шахс ишлашга розилик билдирмаса ёки бошқарушнинг номзодини қўрсатса, сайловлар тайин қилинади, агар сайланган шахс вафот этса, у ҳолда янги номзодликни Молия Вазирлиги тайинлайди. Кенгашнинг 6 аъзоси сайланиш даврида акционерлардан етарли овоз ололмасалар, уларни ҳам Молия Вазирлиги ёзи тайинлаши мумкин.

Қўрилатган давлатлардан фарқлигича Италия ва Голландияда Марказий банкнинг бошқаруvidа сайлаш унинг ўз номзодларидан қилиб қилинади. Бироқ, бу ҳолда ҳам сайланиш давлат тузилмалари томонидан тасдиқланиши керак.

Марказий банкларнинг раислари ва бош=арув аъзоларини =онун бйича ишдан олиш тартиби шам =изи=арли шолатда расмийлаштирилган. Кыпгина саноати ривожланган мамлакатлар (Германия, Буюк Британия, Япония, А+Ш, Дания, Австрия, Швейцария ва Голландия)нинг марказий банклар раисларини, бош=арув аъзоларини сайланган муддатларидан илгари ишдан бышатиб былмайди. Шукуматга ю=оридаги давлатларга нисбатан =арамро= былган марказий банклар бунга кирмайди (Италия, Франция).

Ызбекистон Республикаси Марказий банки раиси ша=ида “Марказий банк фаолияти ты\rисиди”ги =онуннинг 20, 21 - моддаларида тыхталиб ытилган. Ызбекистон Республи-каси Марказий банки раиси 5 йил муддатга сайланади. =онуннинг 22-моддасида “Марказий банк Раисининг биринчи ыринбосари ва ыринбосарлари Марказий банк Раисининг та=димига кыра Олий Мажлис Кенгаши томонидан лавозимга тайинланади ва лавозимидан озод =илинади”, дейилган.

Шундай =илиб, Марказий банк бош=арувининг сайлови ва ишдан бышатиш тартиби мамлакат Марказий банкининг давлат бош=арув органларига нисбатан былган муста=иллигини намоён этади.

Марказий банкнинг сиёсий муста=иллигини кырсатувчи учинчи омил, унинг =онунда кырсатилган фаолияти даражаси ва ма=садлари щисобланади. Бу омил бир томондан, Марказий банк фаолиятини эркинлигига чегара =ыйса, бош=а томондан, унинг =онунда кырсатилган ваколатларини ани=лайди.

Кыпгина и=тисодий ривожланган мамлакатлар (Герма-ния, Швейцария, Франция, Япония, Дания, Австрия)да Марказий банкнинг фаолият доираси ва асосий ма=садлари Конституцияда ва Марказий банк ша=идаги =онун шамда шу каби бош=а банклар фаолияти ша=идаги =онунчиликда ыз аксини топади.

Немис Федерал банкининг асосий ма=сади ва вазифалари доираси мамлакат Конституциясида ани= белгилаб =ыйилган. Бу миллий валютанинг бар=арорлигини таъминлаш кафолатидир.

Немис Федерал банки ща=идаги =онунда бош банк тизими олдига уч асосий вазифа:

- пул муомаласини тартибга солиш;
- и=тисодиётни кредит билан таъминлашни тартибга солиш;
- тылов айланмасини амалга ошириш =ыйилган.

Немис Федерал банкининг вазифалари, ма=садлари ва йыналишига я=инро= былган Австрия Миллий банкни мисол тари=асида келтириш мумкин. Марказий банкнинг вазифаси =онунда умумлашган шолда акс этган ва айни ва=тда унинг рухсат этилган операциялари ани= кырситилгандир.

Австрия банк =онунчилигининг ызига хос хусусияти, унинг Марказий банк =онунчилигида =атнашиш шу=у=ига эга эканлиги щисобланади.

Пул-кредит сощасига тегишли =онун лойищаларининг щаммаси Марказий банкка кыриб чи=иш учун маълум ва=тга берилади ва унинг розилигидан сынгина тасди=ланади.

Ўзбекистон Республикасининг “Марказий банк ща=ида”ги =онунида Марказий банкка =уйидаги вазифалар юклатилган. Булар:

- пул муомаласини тартибга солиш;
- сымнинг =адрини оширишни таъминлаш;
- пул-кредит сиёсатини ишлаб чи=иш ва амалга ошириш;
- тижорат банклари ва бош=а кредит муассасалари фаолияти устидан назорат ырнатиш;
- таш=и и=тисодий фаолият быйича операцияларни амалга ошириш;

– давлатнинг ташқи арзини тылаш ва олтин-валюта резервларини бошқариш...

+онун Ўзбекистон Республикаси Марказий банкига пул-кредит сиёсати механизмларини танлашда кенг мустақиллик берилган. Мисол тариқасида, кредитларнинг фоиз ставкасини, банкларга ықнатилган иқтисодий меъёрларни, имматбақо олозлар билан амалга ошириладиган операцияларни, мажбурий резервлар миқдорини аниқлаш ва шу кабиларни келтириш мумкин.

Бу борада Англия Марказий банки мавқеи ызгачадир.<sup>1</sup> Унинг асосий вазифалари онуний тартибда шам айд қилинмаган, шу билан бирга Молия Вазирлигига шам бййсинмайди. Англия Марказий банкнинг вазифалари бу соқада миллий урф-одатларга таянади, бу эса ыз навбатида Англия банкнинг ташкил топишдаги тарихий шужжатларига асосланади.

Бир атор мамлакатларда, масалан, АШ, Швеция, Буюк Британия ва Италияда Марказий банк вазифаларининг таърифи онунда айд этилмаган ёки умумий шолда кырсатилган, холос. Шундай былса шам, иккала гурушда жуда мустақил ва шу билан бирга арамро былган марказий банклар бордир.

Шундай илиб, бу омилнинг таъсирини фаат Марказий банкнинг ташкил топиши шароити ва урф-одатлар тащлили билангина кыриш мумкин. Марказий банкнинг вазифа ва масадлари онунда аниқланиш омили шу сабабли иккинчи даражали роль ыйнайди.

Марказий банк мустақиллигининг белгиловчи омиллардан бири, унинг пул-кредит сиёсатига давлат органларининг аралашшини онун бййича анчалик даражада ықнатилганлигидадир. Бу омил биринчи галда Марказий банкнинг сиёсий мустақиллигига таъсир кырсатади.

Мустақиллик даражаси нисбатан паст былган марказий банкларга Франция ва Италия марказий банкларини мисол илиб кырсатиш мумкин.

---

<sup>1</sup> FINANCIAL TIMES, Tuesday April 1, 2007, pg 20: Cavyn Davies, Freedom balanced by scrutiny.

Бу давлатларда пул-кредит сиёсати йўналишини шукумат белгилаши билан мустақамланган. Марказий банк эса, шукумат кўрсатмаларини бажаради ва унга маслаҳатчи вазифасини ўтайди.

Иккинчи жаҳон уруши давридан бошлаб Франция банки Молия Вазирлиги билан алоқадор. Пул бозоридаги интервенциянинг ташаббускори ҳам, немис маркасига нисбатан француз франки курсини ушлаш масаласи ҳамда Европа Шамжамияти бозорининг ташкил топишида валюта операцияларини тартибга солишда ҳам шукумат иштирок этмоқда.

Албатта, Франция Марказий банки томонидан шукуматнинг пул-кредит сиёсатини тартибга солишдаги ҳаракатини билдириб чиқишлар бўлди. Масалан, 1982 йилда Марказий банк Молия Вазирлиги талабига биноан шукуматнинг кредитлаётган сумма миқдорини оширишдан бош тортди. Бироқ, Раисга қарши таъйин (сиқув)лар бўлди ва Франция банки одатдагидек, Молия Вазирлиги кўрсатмасига бўйсинишга мажбур бўлди.

Давлатнинг пул-кредит сиёсатига аралашуви билан шукумат кўрсатилганлиги ва унинг даражаси кенглиги омилига кейинги мамлакатлар гуруҳини Буюк Британия, Голландия, Швеция ва Япония мамлакатлари қўллаб-қувватлади. Бу мамлакатларда давлат органларининг Марказий банк сиёсатига аралашуви, унга йўл-йўриқ кўрсатиши, унинг қўрқинини бекор қилиши ва шу қабилар билан алоқа белгиланган.

Англия Марказий банки ташкил топишида ўзининг ҳақиқий мустақиллигини йўқотган. Давлат билан Марказий банк ўртасидаги муносабатлар 1946 йилда қўбул қилинган “Англия банки ҳақидаги қўнун”нинг 1-қўлим 4-қўнди билан тартибга солинади. Шу қўнунга мувофиқ, Молия Вазирлиги Марказий банк устидан сезиларли таъсир ўтказиш учун расмий ҳуқуққа эга ҳисобланади. Шу сабабли, Англия банки вазифаларни бажаришдаги мустақиллигини йўқотди ва у шукумат сиёсатига жиддий қўрилиқ қила олмайди.

Англия банки маъмуриятининг фикрлари Молия Вазирлиги томонидан тингланади ва пул-кредит сиёсати масалаларини ечишда эътиборга олинади, биро=, Англия банкининг пул-кредит сиёсати Молия Вазирлигининг оддий =арорини ызида акс этади. Фа=атгина Англия банки маъмурияти аъзоларининг профессионаликлари, бизнес ало=алари ва обры-эътиборлари уларнинг шукумат сиёсатига нисбатан былган муста=илликларини ызида намоён =илади.

Англия банки фаолият кырсатишга нисбатан кыпро= таъсир кырсатишга эга. Дания ва Австрия Марказий банклари эса пул-кредит сиёсати юритишда шукуматнинг аралашувидан муста=иллик даражаси быйича олдинги ыринларда турадилар. Бу давлатларнинг =онунчилиги шукумат Марказий банкининг пул-кредит сиёсатига аралашувига расмий равишда йыл =ыймайди, биро=, марказий банкларни шукуматнинг и=тисодий сиёсатига мослаб сиёсат юритишларини ызаро мослашиши талаб =илинади.

Австрия Миллий банки фаолияти устидан Молия Вазирлиги назорат олиб боради. Молия вазири банк фаолиятининг =онунчилиги быйича =онун олдида жавобгардир. У давлат комиссари ва унинг ыринбосарларини тайинлайди, улар Бош Кенгашнинг йи\илишларида ыз овозлари билан иштирок этишлари щамда далолатнома ва тушунтириш хатларини талаб =илишлари мумкин. Давлат комиссари Марказий банк Бош Кенгашининг =арорини ор=ага суришга шу=у=и бор, бунда албатта =арор комиссарнинг фикрича, амал =илаётган =онунчиликка зид келиши керак.

Биро=, Марказий банк =онунда кырсатилган фаолиятни ва операцияларни амалга оширса, давлат комиссари щам Молия вазири щам аралашышга шу=у=и йы=. Шу ор=али бир томондан, Австрия Миллий банки муста=иллиги =онун билан мустащкамланган, бош=а томондан эса,

давлат органлари Марказий банк сиёсатига бевосита раъбар сайлаб ва назорат ырниб, таъсир кырсатиши мумкин.

Охирги тыртинчи гуруц мамлакатларга Германия ва Швейцарияни кырсатиш мумкинки, бу давлатларнинг марказий банклари энг муста=ил щисобланади. Бу мамлакатлар =онунчилигида давлат Марказий банкининг пул-кредит сиёсатига аралашуви кырсатилмаган. Швейцария Марказий банкни шукумат и=тисодий сиёсатига мослашиши хусусида =онунчиликда =айд =илинмаган. Германияда Марказий банк сиёсати мамлакат шукуматидан =онун быйича муста=ил =илиб белгилаб =ыйилган. 1924 йилда Германияда былган инфляцион ин=ироз даврида ани= былдики, Марказий банк фаолиятини шукумат таъсиридан чегаралаш керак. Германия Федератив Республикаси эмиссия банкининг тыли= муста=иллиги 1948 йилда =айта тикланди.

А+Шнинг Федерал Резерв Тизимидан фар=ли равишда Немис Федерал банки парламентга щисобот бермайди, у ыз фаолияти ваколатини “Немис Федерал банки ща=ида”ги =онунга мувофи= амалга оширади.

Банк билан Федерал шукумат ыртасидаги ызаро муносабатлар “Немис Федерал банки ща=ида”ги =онунда =уйидагича таърифланган: “Немис Федерал банки ыз вазифаларига мувофи= тарзда шукуматнинг умуми=тисодий сиёсатини =ыллаб-=увватлашга мажбур. =онунда белгилани-шича, у ыз мажбуриятларини бажаришда шукуматга быйсинмайди”.<sup>1</sup>

50-йилларнинг ырталаридан бошлаб, Немис Федерал банки ыз сиёсати олдида бош ма=сад =илиб “немис маркасининг бар=арорлигини щимоялаш ва инфляцияга =арши курашиш” деб белгилади. Бу ма=сад, 1957 йилги “Немис Федерал банки ща=ида”ги =онунда ыз ифодасини топган ва муста=иллиги пойдеворининг асосий =исмини ташкил этади.

---

<sup>1</sup> “Закон о Немецком Федеральном банке в новой редакции от 22 октября 1992 года”. Спец. изд. Немецкого Федерального банка №7, 1993 г.



Немис Федерал банки ва шукумат ыртасидаги ызаро муносабат масаласининг бош=а томони щам =изи=арлидир. Ани=ро\и, Немис Федерал Шукумати Марказий банкнинг ю=ори даражадаги муста=иллигини =андай бащолайди? Конрад Аденауэр шукуматнинг Марказий банк муста=иллигига муносабати ну=таи назарини таърифлаб, - “Марказий банкнинг муста=иллиги доимо маъ=ул эмас, лекин бу жуда хотиржам =илади”, деб айтган.<sup>1</sup> Биро=, бундай щамжищатлик табиийки, доимо амалга ошмайди. Кыпгина марказий банклардан, шу жумладан, шукуматдан муста=иллиги билан ном чи=арган миллий банклардан фар=ли равищда Немис Федерал банки амалиётида ызининг алощиди мав=еига эга эканлигини бир неча бор исботлади.

Мисол тари=асида “=ышилиш” муносабатининг биринчи кунидан бошлаб, Немис Федерал банки томонидан календарь йилга пул массасининг чегарасини =атти= белгилашини ва унга амал =илишини, \арбий ва Шар=ий Германиянинг =ышилишидан сынг янги федерал ерларни ривожлантириш учун молиялаштириш быйича сабаб былган мунозараларга имтиёзли ёндошилмаган щолда сиёсат юргизганлигини келтириш мумкин.

Немис Федерал банкининг ыша ва=тдаги президенти Карл Отто Пель банк ищлотининг бошидан бошлаб унинг щамма механизмлари ягона банк тизимининг ривожланиши йыналишига истисно ва енгилликларсиз амалга ошиши учун =атый турди.

Марказий банк муста=иллигининг бешинчи омилига шукуматнинг кредитлашни чегараланганлиги =онунда кырсатилганлигида намоён былади. Шукуматнинг кредитлашни чегаралаши Марказий банкнинг и=тисодий муста=иллигига щам, сиёсий муста=иллигига щам таъсир кырсатади. Биро=, бу омил фа=атгина Марказий банк томонидан

---

<sup>1</sup> Наумченко О. “Роль Центрального банка в денежно-кредитном регулировании экономики”.: Москва, 1995 г.

шукуматни бевосита молиялаштириш тизимининг мавжуд эканлигида ашамиятлидир. Бундай тизим дунёнинг кыпгина ривожланган мамлакатларида тарқалган. Истисно тариқасида А+Ш ва Буюк Британияни кырсатиш мумкин. Чунки, бу мамлакатларда давлат заёмларининг тақсимланиши очиқ бозорда амалга оширилади.

Бу белги быйича кыпро Германия, Австрия ва Голландия марказий банклари мустақил диллар. Федерация шукуматининг ва ерлар (шудудий былинмалар)ни бошқарув органларини бевосита молиялаштириш имкониятлари масалан, Австрия Миллий банки учун ошонун быйича чегараланган. Бу гурушнинг бошқаруви мамлакатлари сингари истисно тариқасида давлатнинг имматбашо олозларини чиқариш орқали исқаруви муддатли кредитлар бериледи.

Бу белги быйича мустақиллик даражасининг иккинчи гурушга Япония ва Франция Марказий банкларини киритиш мумкин. Бу давлатларда шукуматни кредитлаш мамлакат парламенти томонидан тасдиқланади шамда ошонун быйича атьий мустақкамлангандир.

Худди шу гурушга Ўзбекистон Республикаси Марказий банкни шам киритиш мумкин. ошонуннинг 48-моддасида бу шамда уйидагилар баён этилган:

“Кредитлар шукуматга Олий Мажлис тасдиқлаган миқдорда, эркин муомалада быладиган ва олти ойлик муддат ичида қиймати тыланадиган арз мажбуриятлари кыринишида, тасдиқланган давлат имматли олозлари гаровга қийилиши шарти билан бериледи. Бундай имматли олозлар Молия Вазирлиги томонидан чиқарилади, бозор ставкаси быйича тыланадиган даромад манбаига эга былади ва Марказий банкка топширилади. Кредит муддатлари эркин муомаладаги арз мажбуриятларини тылаш муддатларига мувофиқ қилиши лозим.

Кредит бериш шукумат ва Марказий банк ыртасида алошида кредит шартномаси тузиш билан расмийлаштирилади, унда кредитнинг миқдори,

аётайрилиш муддатлари, тыланадиган фоизлар нормаси ва ссудани узиш тартиби келишиб олинади.

Марказий банк шукуматга обуна быйича бадаллар учун ёки республиканинг у ёки бу халро ташкилотга аъзолигидан келиб чиувчи боша тыловлар учун анча узо муддатли кредитлар беришга щали.

Марказий банк шукуматга ушбу моддада назарда тутилганлардан ташари шолларда молиявий ёрдам беришга щали эмас”<sup>1</sup>.

Биро, итисодий инироз, ишлаб чиариш щажмининг пасайиши щамда инфляциянинг ысиш тенденцияси давом этаётган даврда Марказий банкнинг бюджетни енгилликлар билан молиялаштириши кузатилмода.

Щукумат билан Марказий банк ыртасидаги кредитлаш борасидаги ызаро муносабатларни жащон мезонларига мослаш учун 1 йилгача бериладиган кредитлардан ташари щамма заёмларни Давлат арз облигациялари сифатида айд этиш лозим. Шу щолатда Ызбекистон банки очибозорда операциялар ытказиб, давлатнинг ички арзини инвесторларга фойдалиро шартларда айта тасимлаши мумкин.

Швейцария, Италия, Швеция ва Данияда шукуматни кредитлаш щажмини чегаралаш расман мавжуд эмаслиги, улар марказий банкларининг бу мезон быйича давлатга атти арамликларини кырсатади.

Шулар орали, тащдил илинган беш омил ичидан уч асосий (анирои: 2,4,5) ва икки ышимча (1 ва 3) омилни ажратиш мумкин. Марказий банкнинг шукумат бошарув органларидан мустаиллигини белгиловчи асосий объектив омилларга:

- банк ращбарини сайлаш ва ищдан озод илиш тартиби;
- пул-кредит сиёсатида давлатнинг аралашиши щууи;

---

<sup>1</sup> ЫзР Марказий банки тырисидаги онун., Тошкент, 1995 й.

- шукуматни Марказий банк томонидан кредитлаш чегараланганлигининг мавжудлиги ва таъйинлигини ажратиш кырсаатиш мумкин.

Марказий банк капиталида давлат улушини ва таъминчиликда Марказий банкнинг маънаси ва вазифаларини аниқ белгиланганлиги юридаги таъсилдан кыриниб турибдики, у Марказий банк мустақиллиги даражасини белгилашда шалти илувчи роль ўйнамайди ва улар иккиламчи омилар былиб шисобланадилар.

Юрида таъин этилганлар асосида хулоса таъиниш мумкинки, ривожланган мамлакатлар марказий банклари ызларини мустақил таъсир ытказа оладиган институт сифатида кырсаатишлари зарур. Бу бир томондан, уларга таъмин асосида рухсат этилган воситалар ёрдамида итисодиётни тартибга солишни амалга ошириш шу таъмин беради, бошқа томондан эса, Миллий банк ва пул тизими манфаатларининг шимоячиси сифатида майдонга чиқарилади.

Шу муносабат билан Марказий банкнинг итисодиётни тартибга солиш жараёнидаги ва умуман итисодиётдаги мавқеини, шунингдек, мамлакат шукумати билан ызаро муносабатларини таъсил таъинлар эканмиш, унинг пул-кредит тизими ва шукумат органлари ыртасида оддий воситачи эмаслигини, балки маълумот, таъиниш, тартибга солувчи ва назорат таъиниш марказ эканлигини алошида таъкидлашни истардик.

Бироқ, мамлакат пул-кредит сошасидаги Марказий банкнинг мустақиллик даражаси масаласи шанузгача мунозарали былиб таъинишда. Миллий пул бирлиги таъиниш ошириш билан бошқалиш чора-тадбирлар фаъолияти пул-кредит сошасига тегишли эмас, балки у яхлит бутун итисодиётга таъсир ытказади, бу эса шар таъиниш даражадаги итисодий сиёсат билан келишишни ва давлатнинг барқарорлаштириш дастури доирасидан четга чиқаришни таъиниш этади. Бундан ташқари, Марказий

банкнинг мустақиллик даражаси кыпгина макроиэкономик кырсаткичларга фақат билвосита таъсир кырсатади.

### **Қисқача хулосалар:**

Пул массасининг ысишини чеклаш борасидаги мушым масалалардан бири - аёси пул агрегатини назорат объекти сифатида танлаш шисобланади.

Мажбурий резервлар - бу банкларнинг ресурсларининг бир қисми ва у шукуматнинг Марказий банкда фойсиз шисобрақамга аёйилиши талабидир.

Очиқ бозор операциялари - Марказий банкнинг тижорат ва хазина векселларини, давлат облигацияларини ва бошқа қимматбаҳо олозларни, шу жумладан, қимматбаҳо олозлар билан қисқа муддатли операцияларни ытказишига тушунилади.

Валюта интервенцияси - миллий валюта курсига таъсир ытказиш мақсадида хорижий валюталарни олди-сотдисини ытказишдир.

Мажбурий инвестициялаш меъёри банклар ва инвестицион институтлар учун давлатнинг қимматбаҳо олозларини жойлаштириш.

Назорат учун саволлар:

1. Пулнинг пайдо былиш сабаблари нима ва унинг дастлабки кыринишлари аандай?
2. Европада биринчи эмиссион банклар қачон пайдо былган?
3. Пулнинг биметаллизм тизими щақида нималарни биласиз ?
4. Классик олтин монометаллизм нима?
5. Марказий банкларнинг асосий фаолияти нималардан иборат?
6. Пул-кредит сиёсатидаги ызгаришларни нималарда кырасиз?
7. Пул-кредит сиёсати оюдалари деганда нимани тушунасиз?
8. Пул-кредит сиёсатининг трансмиссия механизми нима?

### **Тавсия этиладиган адабиётлар**

1. Абдуллаева Ш.З. Банк иши. Дарслик.Т.: “Молия” 2005., 510 б.
2. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учебник / под ред. Красавиной Л.Н. - 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 576 с.
3. О’Нил У. Как делать деньги на финансовом рынке: Стратегия торговли на росте и падении / Уильям О’Нил; Пер. с англ. – 3-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 329 с.
4. Шапкин А.С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. – 5-е изд. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и Ко», 2006. – 544 с.
5. Глобализация и национальные финансовые системы / Под ред. Дж. А.Хансона, П.Хонохана, Дж. Маджони. Пер. с англ. – М.: Издательство «Весь мир», 2005. – 320 с.
6. Forex от первого лица. Валютные рынки для начинающих и профессионалов / Ведихин. А. В., Глеб П. А., Борис Ш. Н. - М.: Изд-во Омега-Л, 2005. – 428 с.
7. Суэтин А.А. Международные валютно-финансовые отношения: учебник - 2-е изд., испр. и доп. – М.: КНОРУС, 2005. – 288 с.

### **Вебсайтлар:**

1. [www.forex.com](http://www.forex.com)
2. [www.thebanker.com](http://www.thebanker.com)
3. [www.bankinfo.uz](http://www.bankinfo.uz)
4. [www.uzland.uz](http://www.uzland.uz)
5. [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)



## II-BOB. МОНЕТАР СИЁСАТ ВА И+ТИСОДИЁТНИ ПУЛ-КРЕДИТ ВОСИТАЛАРИ ОР+АЛИ ТАРТИБГА СОЛИШ

### 2.1. Пул-кредит сиёсатининг мощияти

И-тисодиётни пул-кредит воситалари ор-али тартибга солиш воситалари нищоятда турли-тумандир. Шу нарса характерлики, шозиргача пул-кредит воситаларининг туркумланиши борасида ягона бир йыналиш мавжуд эмас. Лекин, шу билан бирга кыпчилик олимлар =уйида келтирилган воситаларни асосий пул-кредит сиёсати инструментлари сифатида =айд этадилар. Биз щам, фа=ат умумий ва ани= характердаги инструментлар хусусида фикр юретишни ыз олдимизга ма=сад =илиб =ыйдик. Ызбекистон Республикаси Марказий банкининг пул-кредит сиёсатини амалга оширишда =уйидаги инструментлардан фойдалани-лади:

1. Мажбурий резервлар сиёсати;
2. Щисоб ставкалари сиёсати;
3. Очи= бозордаги операциялар сиёсати;
4. Валюта сиёсати ва шу кабилар.

Мазкур усуллар жащон банклари амалиётида тан олинган асосий усуллар щисобланиб, уларнинг =ылланиши щар бир давлатда турлича былиши мумкин. Масалан, А+Ш да кыпро= очи= бозордаги усуллар =ылланилса, Германияда кыпро= мажбурий резервлар =ылланилади. Щозирги кунда Ызбекистон Марказий банкининг муомаладаги пул массасини тартибга солишда асосан мажбурий резервлар инструменти-дан фойдаланилмо=да.

1994-2001 йиллар мобайнида Ызбекистон Республикаси Марказий банки олдида и-тисодиётда ысиб бораётган тылов мабла\ларига былган эщтиёжни оптимал даражада =ондириш ва айна пайтда инфляциянинг монетар омиллари таъсирини чеклаш ма=садида пул массаси ысиши



суръатларини назорат =илиш масалалари турар эди. Шу билан бо\ли= равишда бу даврдаги пул-кредит сиёсати шукумат ва Марказий банк томонидан биргаликда =атгий чекланган курс асосида юритилиб, у щам молиявий тизимни бар=арорлаштиришга, щам республика и=тисодиётининг устувор ва кечиктириб былмайдиган эштиёжларини =ондиришга йыналтирилган эди.<sup>1</sup>

Пул-кредит воситалари ва усулларини ислощ =илиш тактик ва стратегик вазифаларни ажратишга асосланади. Стратегик вазифа шаклланган бозор и=тисоди амал =илаётган мамлакатлар учун хос былган, пул-кредит назоратининг умумий =абул =илинган воситаларидан фойдалана бошлашдир. Ушбу ма=садга эришиш узвий равишда бир =атор бос=ичлар ор=али амалга оширилади. Монетар тартибга солиш воситаларини такомиллаштиришни бос=ичларга былиш ытиш даврининг муайян тарихий бос=ичларини щисобга олиш зарурати билан белгиланади.

Банк тизимининг тара==иёти ани= белгиланган ма=сад, вазифалар ва тамойилларга асосланади. Ушбу ма=сад, вазифалар ва тамойиллар республика и=тисодиётини ислощ =илиш жараёнида умуми=тисодий масалаларни щал этиш билан бо\ли=дир.

Ўзбекистон Республикаси банк тизимини кенг кыламли ислощ =илиш жараёнида мушжим институционал ва тузилмавий ызгаришларга эришилди. Икки бос=ичли банк тизими ташкил этилган; мулкчиликнинг турли шакллари асосида тижорат банклари тизими ташкил этилган ва ривожланмо=да; республика банкларининг етакчи хорижий банклар билан щамкорлиги йилдан-йилга кенгаймо=да; банклар фаолияти тобора щар томонлама ащамият касб этмо=да.

Тижорат банклари фаолиятида щамон инфляция суръатлари таъсир =иладиган, корхоналар тармо\идаги тыловлар амалга ошириб былмагани,

---

<sup>1</sup> Нормуродов М.Б. Монетарная политика и банковская система Узбекистана в условиях глубоких структурных преобразований, Центр экономических исс. и стат. «Макроэкономические проблемы переходного периода в Узбекистане». Ташкент, 1998 г, стр. 220-234.

корхоналар томонидан инвестицияларга былган талабнинг сусайиши, ликвидлик устидан =атъий назорат кабилар хос былган макрои=тисодий мушитнинг етарли даражада ривожланмаганлиги асосий муаммо былиб =олмо=да. Демак, банк тизимининг кейинги тара==иёти и=тисодиётнинг реал тармо\идаги ижобий ызгаришлар, корхоналар молиявий шолатининг, макрои=ти-содий мушитнинг яхшиланиши билан бо\ли=дир. Бундай ижобий мушитни банк тизимининг, айна=са, Марказий банк фаолиятига давлат ташкилотларининг аралашувини чеклаш ва улар муста=иллигини таъминлаш ор=али вужудга келтириш мумкин.

Хулоса =иладиган былсак, Ызбекистон Республикаси Марказий банкининг монетар сиёсати, шозирги кунда Республика Олий Мажлиси ва Шукумати томонидан ани=ланган монетар сиёсатнинг асосий йыналишларига мувофи= амалга оширилмо=да.

## 2.2. Марказий банкнинг дисконт (щисоб ставкаси) сиёсати

Дисконт (инг. Discount – «скидка» сызидан олинган) - банк амалиётидаги щисоб ставкасидир.

Дисконт сиёсати - Марказий банкнинг щисоб ставкаси-ни ызгартириш йыли билан миллий валюта курсига ва тылов балансининг шолатига таъсир этиш сиёсатидир.

Фоиз ызининг и=тисодий маъноси быйича ссуда капиталидан фойдаланганлиги учун тыланадиган =ышимча =ийматдир. Фоиз ставкалари одатда фойда нормаси ор=али ани=ланади, лекин амалиётда фоиз ставкаси даражаси ссуда капиталларига быладиган талаб ва таклифдан келиб чи=ади.

Марказий банкнинг =айта молиялаштириш сиёсати деганда, Марказий банк томонидан кредит институтларининг векселларни сотиб

олиш шакли ва имматбаҳо овозларни гаровга олиш йили билан кредитлаш тушунилади.

Марказий банкнинг айта молиялаштириш сиёсатининг уйидаги кыринишлари мавжуд.

1. Шисоб ставкаси Марказий банк томонидан тижорат банкларига уларнинг ихтиёридаги тратталарни (ытказма вексель) айта шисобга олиш йили билан бериладиган кредитларнинг фоиз ставкасидир.

2. Тижорат банклари Марказий банкдан ызларининг портфелидан имматбаҳо овозларни гаровга ыйиш орали кредит олиши - бу ломбард кредити шисобланади. Ломбард кредит фоиз ставкаси - ломбард ставкаси шисобланади. Ломбард ставкаси шар доим шисоб ставкасидан икки - уч пункт юори юради.

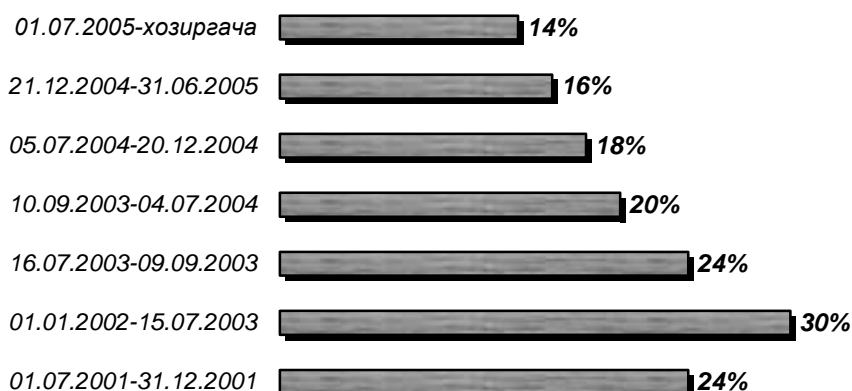
Капиталларнинг давлатлараро эркин тарздаги щаракатларида мавжуд былган Марказий банкнинг шисоб ставкасининг ысиши бу мамлакатга хорижий мамлакатлардан ва тинчалик быш валюта маблавларининг олиб келишига сабаб былади. Бу эса тылов балансининг активлашувига ва миллий валюта курсининг кытарилишига олиб келади.

айта молиялаштириш сиёсатидан кызланган асосий масад - тижорат банклари Марказий банк томонидан бериладиган кредитларнинг берилиш шартларини ызгартириш йили билан пул бозори ва капитал бозорининг щолатига таъсир илишдир. Шуниси диатга сазоворки, айта молиялаштириш имматбаҳо овозларни гаровга олмасдан туриб щам амалга оширилиши мумкин.

Мамлакатимизда бозор муносабатларига ытиш даврининг щозирги босичида айта молиялаштириш сиёсатидан итисодиётни пул-кредит воситалари орали тартибга солишнинг мушим воситаси сифатида фойдаланиш имконияти мавжуд. Буни асосан республикамиз тижорат банкларининг Марказий банк кредит ресурсларига сезиларли даражада бошлилиги билан изошлаш мумкин.



**Марказий банкнинг кайта молиялаш ставкаси**



Марказий банкнинг кредит ресурслари республикамиз банк тизимининг ресурслари шажмидаги салмо\и катта. Республикамизда етакчи, асосий банкларида марказлашган кредит ресурсларнинг салмо\и катта.

Бунинг асосий сабаби шундаки, бундай банклар етакчи тармо=ларни кредитлашга мылжалланган давлат дастурларини бажаришда республика шукуматининг ызига хос агенти вазифасини ытайдилар. Республикамиз шароитида =ишло= хыжалиги асосий тармо= шисобланганлиги учун, давлат дастуридаги мабла\ларнинг асосий =исми унга йыналтирилади.

Бош=а тижорат банкларининг кредит ресурслари таркибига келсак, бу ерда марказлашган кредит ресурсларининг салмо\и кичик. Бу шолат асосан, ушбу банкларнинг кичиклиги ва уларнинг кыпчилигини воситачи корхоналар ва кичик корхоналарнинг жорий фаолиятини молиялаштираётганликлари билан изошланади. Марказлашган кредит ресурсларини ыз ва=тида ва тыли= =айтарилишини таъминлаш шамон шал =илинмаган масала былиб турибди. Одатда, бир йил муддатга берилаётган ушбу кредитлар узо= муддатли ишлаб чи=ариш даврига эга былган корхоналар, шунингдек, ишлаб чи=ариш жараёни мавсумий характерга эга былган корхоналар томонидан =айтирилиши =ийин.

2001 йил июл шолатига жащоннинг ривожланган мамлакатларида  
инфляцияни таргетлашнинг таъсирига таълими

Мамлакат	2002 йилда инфляциянинг маъсудли миъжали, %	Таргетлаш чекчараси	Инфляцияни бащоллаш инструменти	Инфляциянинг маъсудли даражасини бернатувчи орган
Янги Зеландия	0-3	Аввалдан келтирилмайди	Истеъмол нархлари индекси ИНИ	Марказий банк
Финляндия	2	Аввалдан келтирилмайди	ИНИ ядроси	Марказий банк
Австралия	2-3	Икки-уч йиллик давомиёлиги	ИНИ ядроси	Марказий банк ва щукумат ёзаро биргалликда
Канада	1-3	Кып йиллик	ИНИ ядроси	Марказий банк ва щукумат ёзаро биргалликда
Испания	2	Бир йил	ИНИ	Марказий банк
Швеция	1-3	Аввалдан келтирилмайди	ИНИ	Марказий банк
Буюк Британия	2,5	Аввалдан келтирилмайди	ИНИ ядроси	Щукумат
Швейцария	2 йилдан кам	3 йил	ИНИ ядроси	Марказий банк
Евро щудуди	2 йилдан кам	Аввалдан келтирилмайди	ИНИ	Марказий банк

Марказлаштирилган кредит ресурсларининг узлуксиз пролангация  
ёилиниши, уларни, амалда ёайтариб олинмайдиган молиялаштиришга  
айланиб ёолишига олиб келади. Бу эса, ёайта молиялаштириш сиёсатидан  
пул бозорига таъсир этиш маъсадида фойдаланиш самарадорлигини  
кескин пасайтиради. Шу сабабли, марказлашган кредит ресурсларини  
ёайтариш муаммосини щал ёилиш нищоятда мущимдир. Давлат  
дастурлари асосида ажратилаётган марказлашган кредит ресурслари учун  
Давлат бюджети маблаълари таъминланганлик асосини ёташи лозим.  
Бошма тадбирларга ажратилаётган маблаълар учун эса, албатта, гаров ёки  
кафолат механизми кенг ёылланиши лозим.

Щозирги вақтда Ёзбекистон Республикаси Марказий банки тижорат  
банкларига лимитлаштирилган щажмда марказлашган кредитлар бераяпти.  
Ушбу кредит ресурслари учун ёрнатилган фойиз ставкалари орёали,  
Марказий банк тижорат банкларининг фойиз ставкаларига таъсир ёилишга  
щаракат ёилаяпти. Ёирик тижорат банклари кредит ресурсларининг  
сезиларли ёисмини Марказий банк ресурслари щисобидан ташкил топиши

Айти молиялаштириш сиёсатини кредит эмиссияси шажмига кучли таъсир этишига сабаб болди. Айтиса, тижорат банкларининг кредитларини фойз ставкаларига нисбатан чекланишнинг жорий этилиши Марказий банкнинг кредит ресурслари бозорига таъсирини кескин оширди. Шу билан бирга, Республика Марказий банки айти молиялаштириш сиёсатидан кредитларни хал хужалик тармолари бийича танланма таъсирини воситаси сифатида шам фойдаланди.

Республикамизда инфляция даражасини сезиларли даражада жиловлашга муваффақ болинганлиги, юори фойз ставкаларини этиллашда юзага келган салбий оибатлар расмий айти молиялаштириш ставкасини пасайтириш имконини берди.

Марказий банкнинг ссудалари банкларнинг кутилмаганда юзага келувчи зарур этиёжларини ондириш масадида бериладиган ватинчалик ресурс сифатида араш лозим. Ундан кредит-щисоб-китоб операцияларнинг доимий манбаи сифатида фойдаланиш бу инструментнинг мошьятига зиддир. Шу сабабли, ривожланган хорижий давлатларда, хусусан, АШ, Германия, Япония, Австрия ва шу каби бир атор ривожланган давлатларда Марказий банкнинг дисконт сиёсатини амалга оширишида миодорий чеклашлар жорий этилган.

Бундай чеклашлар векселларни айти щисобга олиш асосида бериладиган кредитларнинг умумий суммасини лимитлаштириш шаклида мавжуд болади. Марказий банк айти щисобга олинган векселлар контингентини исартириш йили билан тижорат банкларини янада имматлиро болган гаровли кредит олишга мажбур этилади. Чунки, гаровли кредитларнинг ставкаси одатда, щисоб ставкасидан юори болади.

Германия амалиётида махсус ломбард кредитлари шам ва ти ва ти билан этилланилиб туради. Бундай кредитнинг ызига хос хусусияти шундаки, унга тыланадиган фойз ставкаси шар куни ызгариб туриши ва хошлаган ва тда тыхтатилиб этийилиши мумкин.

Шисоб ставкаси ва ломбард ставкаларининг ызгариши =айта молиялаштириш сиёсатининг мослашувчанлигини оширади. Айни=са, шисоб ставкасининг ызгариши пул бозорининг ва капиталлар бозорининг шолатига сезиларли даражада таъсир кырсатади. Таъсир механизми =уйидагича былади: шисоб ставкасининг ысиши пул бозорида кредитлар ва депозитларнинг ставкаларининг ошишига олиб келади. Бу эса, ыз навбатида, =имматбашо =о\озларга былган талабни камайтиради. Кредитларга тыланадиган фоиз ставкаларининг ысиши натижасида =имматбашо =о\озларнинг таклифи кыпаяди ва шунинг асосида, уларнинг курси тушади.

Ызбекистон Республикаси Марказий банкининг =айта молиялаштириш сиёсати доирасида амалга ошираётган тадбирлари ичида марказлашган кредит ресурсларини аукционлар ор=али сотиш, шубшасиз, бу сощада бозор механизмларидан фойдаланиш томон йыналтирилган мушим йыналишдир. Кредит аукционлари Марказий банк кредитларининг холисона та=симланишини кафолатлайди, кредит ресурсларига былган талаб ва таклифни ща==оний акс эттиради.

Шозирги кунда, республикамызда, тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкаси Марказий банкнинг =айта молиялаштириш ставкаси билан тартибга солинмо=да. Кредитларнинг фоиз ставкаларига лимит ырнатиш и=тисодий ишлотларни чу=урлаштиришга тыс=инлик =илади:

- монопол банклар барибир яхши молиявий шолатда =олаверади. Чунки, улар бош=а банкларга нисбатан катта кредитлаш имкониятига эга;
- фоиз ставкаси кредит ресурсларининг щаракатини тартибга солувчи энг асосий бозор воситаси шисобланади. Унга нисбатан лимит =ыллаш кредит ресурслари бозорининг шаклланишига кучли салбий таъсир кырсатади.

=айта молиялаштириш сиёсатининг анъанавий воситаларидан кенг кыламда фойдаланиш юзага келгунга =адар, маъмурий мазмундаги айрим пул-кредит сиёсатининг воситаларидан фойдаланишга зарурият сезилади.



Кредитлаш лимитларини жорий =илиш йыли билан пул массаси ва фоиз ставкаларининг кескин ысишига барщам бериш мумкин.

2-жадвал

### Инфляцияни бащолаш

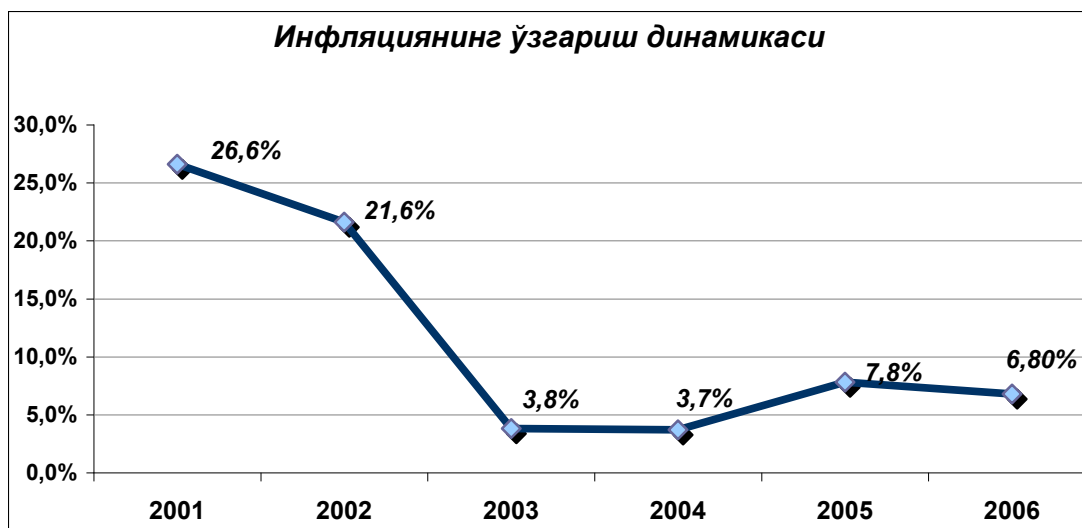
Марказий банк	Инфляцияни бащолашнинг бевосита инструменти	Инфляцияни бащолашнинг бевосита инструментида таш=ари щисобга олинадиган бош=a омиллар
Корея банки	Баъзи бир =ишло= хыжалиги ва нефт мащсулотларининг нарх компонентлари чегириб ташланган ИНИ	М3 нинг ортган =исми (мониторинг индикатори)
Чили Марказий банки	ИНИ	ИНИ ядроси тренди (CPIX) – мева-сабзавотлар ва ё=ил\ининг нархларини щисобга олмайди
Чехия Миллий банки	«Соф инфляция» (ИНИ дан тартибланадиган нархлар, билвосита моли=лар ва субсидиялардаги ызгаришларни чегириб ташлаган щолда)	2001 йилдан ИНИ
Польша Миллий банки	ИНИ	Йы=
Таиланд Банки	Инфляция асоси былган ИНИ нинг ыртача чорак кырсапкичи – хом ашё ва энергия ташувчиларини щисобга олмаган щолда	Йы=
Исроил Банки	ИНИ	Шекел номинал валюта курси
Бразилия Марказий банки	ИНИ	Кенг ИНИ (IPCA), IPC-Fipe, нархлар умумий индекси
Жанубий Африка Защира банки	ИНИ ыртача ысиш суръати, ипотека быйича фоиз ставкалари кирмайди (CPIX)	ИНИ ядроси
Колумбия Республикаси банки	ИНИ (IPC)	Инфляциянинг 4 та =ышимча кырсапкичлари
Индонезия банки	Истеъмол нархлари индекси	ИНИ ядроси
Мексика банки	Истеъмол нархлари индекси (INPC)	Инфляция ядроси
Перу Марказий банки	Истеъмол нархлари индекси	Йы=

### 2.3. Марказий банкнинг очи= бозордаги операциялари

Очи= бозор сиёсати деганда Марказий банкнинг ыз мабла\лари щисобидан очи= бозордан =имматбашо =о\озларни сотиб олиши ва сотиши тушунилади. Очи= бозорда амалга ошириладиган операцияларда катта ми=дордаги хилма-хил =имматбашо =о\озлар иштирок этади. Улардан энг асосийлари сифатида хазина векселлари, фоизсиз хазина векселлари, давлат заёмининг облигациялари, саноат облигациялари, Марказий банк томонидан белгиланган бош=а =имматбашо =о\озларларни кырсаатиш мумкин.

Ушбу =имматбашо =о\озларнинг бир =исми пул бозорига тегишли былса, иккинчи =исми капиталлар бозорига тегишлидир. Масалан, хазина векселлари пул бозорига тегишли былса, саноат облигациялари, давлат заёмлари капиталлар бозорига тегишлидир.

чизма



Кыпчилик ривожланган хорижий давлатларда, хусусан, А+Ш, Германия, Буюк Британия ва Францияда Марказий банкнинг =имматбашо =о\озни эмитентнинг ызидан бевосита сотиб олиши очи= бозор операцияси щисобланмайди, балки кредитлаш щисобланади. Масалан, щукуматнинг =имматбашо =о\озларини ты\ридан-ты\ри сотиб олиш Давлат бюджетини кредитлаш щисобланади. Щукуматнинг =имматбашо

о\озлари курсини са=лаш ма=садида амалга ошириладиган жорий операциялар шам очи= бозор сиёсатига кирмайди.

Очи= бозор сиёсатини амалга оширишнинг кенг тар=алган воситаси давлатнинг =имматбащо =о\озлари билан иккиламчи бозорда амалга ошириладиган операциялардир.

Марказий банк очи= бозорда операциялар амалга ошириш йили билан банк тизимининг резервларига икки усул билан таъсир =илиши мумкин:

1. Агар Марказий банк кредит институтларининг ихтиёридаги пул массасини кыпайтиришни ма=сад =илиб =ыйган былса, унда у, очи= бозорда =имматбащо =о\озларни сотиб олувчи былиб =атнашади. Бунда у =имматбащо =о\озларга =атый белгиланган курс ырнатиши ва курс ыша даражага етиши билан таклиф =илинган барча =о\озларни сотиб олиш й依лидан фойдаланиши мумкин. Ёки таклиф =илинган пайтдаги курсидан =атый назар, маълум турдаги =имматбащо =о\озларни сотиб олиш ми=дорини белгилаши мумкин.

2. Агар Марказий банк банк тизимининг резервларини камайтиришни ма=сад =илиб =ыйган былса, унда бозорда сотувчи былиб иштирок этади. Бундай шолатда шам Марказий банк =уйидаги имкониятларга эга:

- Марказий банк маълум курсни эълон =илиши ва =имматбащо =о\озларнинг курси ыша даражага етиши билан исталган ми=дордаги =имматбащо =о\озни сотиш мажбуриятини олиши мумкин;
- Марказий банк =ышимча тарзда маълум ми=дордаги =имматбащо =о\озларни таклиф =илиши мумкин. Сиёсат бундай йисинда амалга оширилганда давлатнинг =имматбащо =о\озларидан келадиган даромади кыпаяди. Бунинг натижасида кредит институтларининг давлат =имматбащо =о\озларига былган

«Изи»иши ортади, «о»ибатда тижорат банкларининг кредит ресурслари имконияти камайти ва банк кредитининг «фоиз» ставкалари ошади. «Фоиз» ставкаларининг шу йысинда «ысиши» Марказий банкни «они»тирмаса, у яна «имматбащ» «о\озларни» сотиб олиши мумкин. Бу шолатни Немис Федерал банкининг тажрибасидан я««ол кузатиш мумкин.

Бундесбанк томонидан «очи» бозорда «атый» «фоизли» «имматбащ» «о\озларни» сотиб олиш 1975 йилнинг иккинчи ярмига келиб «ызининг» ю«ори» чы««исига» чи«ди». Бу ва«тда» Бундесбанк банкларнинг ликвидлилигини таъминлаш ва «фоиз» ставкаларини «ызи» учун ма«бул» былмаган даражада «ысиб» кетишига йыл «ыймаслик» ма«садида» 7,5 млрд. немис маркаси ми«дорид»аги суммага заёмлар сотиб олган эди. 1976 йилда Бундесбанк, аксинча, бундай заёмларни жуда катта ми«дорда» сотди. Бунинг боиси шундаки, «атый», «фоизли» «имматбащ» «о\озлар» курсининг «ошиши» натижасида «фоизларнинг» пасайиш жараёнини тыхтатиб «ыймасдан» туриб, бозордан катта суммадаги ликвидликни олиб «ыйиш» зарур эди. Фа«ат» 1976 йил давомидагина Бундесбанкнинг «имматбащ» «о\озлар» портфели 6,5 млрд. маркага камайти.

Шозирги даврда кыпчилик ривожланган давлатларда маълум турдаги «имматбащ» «о\озларга» нисбатан курсни белгилаб «ыйиш» сиёсати «ылланилади». Масалан, Бундесбанк 1992 йилгача ана шу тадбирдан «очи» бозор сиёсатининг фаол усули сифатида фойдаланиб келди.

«Очи» бозор сиёсатининг и«тисодиётни» тартибга солиш воситаси сифатидаги мушм афзалликларидан бири шундаки, унинг воситасида тижорат банклари томонидан жам\армаларга тыланадиган ва кредитлардан олинадиган «фоиз» ставкаларига таъсир кырсатиш мумкин. Таъсир механизми «уйидагича»: Марказий банк и«тисодиётнинг» нобанк секторидаги институтлар билан «очи» бозор операцияларини амалга оширишда пул бозорини тартибга солиш ма«садини» кызламайти. Айни

ва=тда, бундай операциялар кредит институтларининг ликвидлилигига ва  
фоиз ставкаларига таъсир =илади. Шундай =илиб, Марказий банк  
томонидан сотиб олиниш шу=у=ига эга былмаган =имматбащо  
=о\озларнинг бозорда сотилиши щам банк тизимининг ликвидлилигини  
камайтиради. Бундан таш=ари, Марказий банк нобанк секторининг  
институтларига =имматбащо =о\озларни сотишда ю=ори фоизлар  
белгилаш йили билан банкларнинг жам\армалар бййича тылайдиган фоиз  
ставкаларига таъсир кырсатади.

Щозирча республикамиз молия бозорида ю=ори ликвидлилик  
хусусиятига эга былган =имматбащо =о\озларни (давлатнинг =ис=а  
муддатли облигацияларини щисобга олмаганда, пайдо былмаганлиги ва  
корхоналарнинг мавжуд акцияларига аццоли ва корхоналарнинг муштацкам  
ишончининг) мавжуд эмаслиги сабабли очи= бозор сиёсати Марказий банк  
пул-кредит сиёсатининг энг заиф ривожланган инструменти былиб  
=олмо=да. Ызбекистон Республикасида щозирги кунда =имматбащо  
=о\озлар бозори, асосан, акциялар савдосидан иборат.

Фикримизча, республика и=тисодиёти ривожланиши-нинг щозирги  
бос=ичида шукуматнинг =ис=а муддатли =имматбащо =о\озларигина  
тижорат тузилмаларининг пул мабла\ларини давлат томонидан жалб  
=илишнинг дастлабки ишончли воситаси была олади. Бунинг асосий  
сабаби шундаки, =имматбащо =о\озларнинг ушбу функцияни бажара олиш  
хусусияти, биринчи навбатда, уларни ыз ва=тида ва тыли= тыланишига  
бо\ли=. Ызбекистон Республикаси шукумати эса, муомалага  
чи=ариладиган давлат хазина мажбуриятлари юзасидан ыз ва=тида щисоб-  
китоб =илиш учун зарур былган молиявий манбаларга эга. 1996 йилнинг  
26 мартада Ызбекистан Республикаси Вазирлар Мащкамаси томонидан  
«Ызбекистон Республикасининг давлат =ис=а муддатли облигацияларини  
чи=ариш ты\рисида»ги =арори-нинг =абул =илиниши =имматбащо  
=о\озлар бозорини ривожлантириш борасида муштим =адам былди.

Давлат =ис=а муддатли облигацияларининг (Д+МО) даромадлилик даражасидаги кескин тебранишлар давлат =имматбащо =о\озлар бозорини ривожлантириш жараёнига жиддий тыси= была олмайди. Сабаби шундаки, биринчидан, =ис=а муддатли шукумат облигацияларига инвестиция =илиш, тижорат банкларини, жорий ликвидлилик коэффицентига амал =илиш ма=садида катта ми=дордаги мабла\ларни кассали активлар кыринишида са=лаб туриш заруратидан са=лайди. Иккинчидан, Марказий банк томонидан =ис=а муддатли кредитлаш тартибининг камайтирилганлиги сабабли, тижорат банкларида ва=тинчалик быш кредит ресурсларининг тыпланиши юз берди. =ис=а муддатли давлат облигациялари эса, бундай быш мабла\лар учун =улай инвестиция объектидир.

=имматбащо =о\озлар бозорининг ривожланиш тарихи шуни кырсадики, дастлабки пайтда давлатнинг =имматбащо =о\озлари билан бо\ли= операциялар кенг кыламда ривожланиши ва бу бош=а турдаги =имматбащо =о\озларнинг ривожланишига имконият яратиб бериши керак.

=ис=а муддатли шукумат =имматбащо =о\озлари Ызбекистан Республикасининг шозирги и=тисодий шароитида энг =улай ва ликвидли =имматбащо =о\озлардир. Унинг муваффа=иятли тарзда очи= бозор сиёсатининг воситаларига айланиши бош=а турдаги шукумат =имматбащо =о\озларига былган ишончни мустацкамлайди.

Жащон тажрибаси шуни кырсадики, молия бозорлари ривожланган ва ривожланаётган давлатларнинг марказий банклари давлат =имматбащо =о\озлар бозори воситаларидан пул-кредит сиёсатини амалга ошириш ва ыз миллий валюталарининг бар=арорлигини таъминлаш учун фойдаланадилар. Тижорат банкларининг =имматли =о\озлар портфелида давлат =ис=а муддатли облигациялари катта улушни ташкил этиши =имматли =о\озлар бозори ривожланаётганлигидан ва хусусан унда кредит

институтлари фаол иштирок этаётганлигидан далолат беради. 1997 йилда давлат =ис=а муддатли облигациялари эмиссияси давлат бюджетининг та=чиллиги ялпи ички мащсулотнинг 1,5 фоизи ми=дорида молияланишни таъминлади. 1998 йил бошида Д+МО бозори дилерларини бирламчи ва иккиламчи дилерларга былиш йыли билан улар институтини =айта тузиш амалга оширилди. Марказий банк Д+МО бозорида амалга ошириладиган операциялар доирасини кенгайтириш учун катта эътибор беради. Масалан, Марказий банк бирламчи дилерлар билан РЕПО битимларини тузмо=да, шунингдек, иккиламчи бозорда облигацияларни олиш-сотиш быйича операциялар олиб бормо=да. Мазкур операцияларни амалга оширишдан асосий ма=сад банкларнинг ликвидлигига =ис=а муддат таъсир кырсатиш, шунингдек, ушбу сощада фoиз ставкалари шаклланишини бош=ариш ва иккиламчи бозор ликвидлигини =ыллаб-=увватлашдан иборатдир.

Марказий банкнинг монетар сиёсати таъсирчанлигини ошириш учун Марказий банкнинг очи= бозор операцияларини ривожлантириш лозим. Бунинг учун биринчидан, республикада =имматбашо =o\озлар бозорини ривожлантириш учун зарурий шарт-шароит яратиш, иккинчидан, унга бевосита ва билвосита таъсир этадиган омил - мулкчиликни (хусусийлаштиришни) ты\ри ташкил =илиш керак, учинчидан, унда иштирок этадиган асосий омма - хал=нинг даромадларини ошириш масаласини =айта кыриб чи=иш керак.

#### **2.4. Марказий банкнинг мажбурий захиралар сиёсати**

Мажбурий захиралар сиёсати Марказий банк пул-кредит сиёсатининг асосий инструментларидан бири саналади. Мажбурий резервлардан пул-кредит сиёсатининг инструменти сифатида фойдаланиш даражаси, уларга фoиз щисоблаш тартиби, мажбурий резервлар

меъерининг ми=дори, уларни таба=алаштириш каби кырсааткичлар быйича мамлакатлар ыртасида жиддий фар=лар мавжуд. Бундай фар=ларнинг мавжудлиги, асосан, миллий и=тисодиётни ривожлантириш хусусиятлари, пул муомаласи сощасидаги вазият каби омиллар билан тарифланади. Пул-кредит сиёсатининг инструменти сифатида мажбурий резервлар =уйидаги функцияларни бажаради:

- банк тизимининг ликвидлигига таъсир этиш функцияси;
- тижорат банкларининг кредит эмиссиясини чеклаш функцияси;
- тижорат банки банкрот былганда, унинг мажбурият-лари быйича щисоблашиш функцияси.

Марказий банк мажбурий резервлар ми=дорини ызгартириш йыли билан банк тизимининг ликвидлигига таъсир =ила олади.

Иккинчи функциянинг мазмуни шундаки, мажбурий резервлар, мавжуд ми=дорлар шароитида, банкларнинг Марказий банк пулларига былган эщтиёжини келтириб чи=аради. Бу эщтиёжнинг ми=дори резерв талаблари =ыйиладиган мажбуриятлар суммасининг ысишига бо\ли=былади. Шундай =илиб, улар марказий банкларнинг пулларига былган бар=арор талабнинг юзага келишига олиб келади. Бу талаб пул-кредит сиёсатининг таъсир механизмини кучайтиради, чунки минимал резервларнинг сезиларли даражада тебраниши кредит институтларини Марказий банкка мурожаат =илишга мажбур =илади.

Щозирги кунда кыпчилик ривожланган давлатларда мажбурий резервлар банк тизимининг ликвидлигини таъминловчи восита сифатида эмас, балки банкларнинг кредит фаолятини тартибга солиш воситаси сифатида =аралмо=да. Бунинг асосий сабаби шундаки, минимал резервлар ми=дорининг ызгариши кредит институтларининг кредит фаолятига сезиларли даражада таъсир =илади.

Мажбурий резерв ми=дорларининг тез-тез ызгариб туриши бозор и=тисодиётига ытаётган давлатлар учун характерли шол щисобланади.



Бунинг асосий сабаби, инфляция жараёнларининг нисбатан ю=орилиги ва хал= хыжалигини структуравий =айта =уриш билан бо\ли= тадбирларнинг амалга оширилиши натижасида муомаладаги пул массасининг кыпайиб кетишидир. Масалан, Ызбекистон Республикасида 1992 - 2001 йиллар мобайнида резерв ми=дорлари бир неча марта ызгартирилиб келинган.

1-жадвал.

1992 йилдан 2001 йилгача былган даврда мажбурий резервлар ми=дорининг ызгариши<sup>1</sup> (фоиз щисобида)

КЫРСАТКИЧЛАР	ЫЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ							
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998-2006	2007й.
1.Муддатсиз депозитлар	15	20	30	30	25	25	20	15
2.Уч йил муддатга =абул =илинган депозитлар	10	15	30	30	25	25	20	15
3. Уч йилдан орти=муддатли депозитлар	-	-	10	10	10	10	10	8
4. Валюта мабла\лари	-	-	-	-	-	-	8	8

Ызбекистон Республикаси и=тисодиётининг щозирги щолатида, мажбурий резервлар ми=доридан ю=орида =айд =илинган ма=садларда фойдаланишга мутла=о зарурат йы=. Миллий валюта курсининг А+Ш долларига ва бош=а эркин алмашинувчи валюталарга нисбатан пастлиги, банк тизимининг етарли даражада чет эл валюта захираларига эга эмаслиги ва умуман, республикамизда эркин алмашинувчи валюталарга былган талабнинг катталиги каби омиллар минимал резервлардан ушбу ма=садларда фойдаланишни истисно этади. Шу ну=таи назардан олганда, республикамизда жорий щисоб-ра=амларидаги чет эл валютасидаги мабла\ларга нисбатан резерв талабномасининг =ылланилмаслиги жуда ыринлидир. Щозирги кунда республикамизда нисбатан бащоси ю=ори былган товарларни А+Ш долларисида сотилишида намоён былмо=да, бу эса, пул муомаласи учун жиддий хавфдир. Ушбу анъаналарнинг янада

<sup>1</sup> Жадвал Ызбекистон Республикаси Марказий банки маълумотлари асосида тузилди.

ривожланишига йыл =ыймаслик учун ащоли =ылидаги чет эл валюталарини банк муассасаларига жалб =илиш зарур. Жалб =илишнинг синалган усулларидан бири чет эл валютасидаги омонат щисоб-ра=амларига тыланадиган фоиз ставкаларини ошириш щисобланади. Бу эса, \арб амалиётида кенг =ылланилаётган минимал резерв талабномаларини чет эл валютасидаги мажбуриятларга нисбатан белгилашни республикамиз шароитида =ыллашни истисно этади.

=имматбащо =о\озлар бозори, ссуда капиталлари бозори заиф ривожланган, Марказий банкнинг валюта сиёсати ор=али пул массасига етарли даражада таъсир эта олиш имконияти былмаган шароитда мажбурий резервлар пул-кредит сиёсатининг энг асосий ва таъсирчан инструменти былиб =олаверади. Унинг бундай мамлакатлар учун муштим былган ащамиятларидан бири шундан иборатки, у банк тизимининг бар=арорлигини кафолатлайди. Бу эса, ащоли ва щу=у=ий шахсларнинг банк тизимига былган ишончларини мустащкамлайди. Чунки, и=тисодий ислощотларни муваф-фа=иятли амалга ошириш гаровларидан бири - банк тизимига былган юксак ишончнинг мавжудлигидир.

Минимал резерв ми=дорларининг ызгаришига сабаб былувчи муштим омиллардан бири таш=и и=тисодий омил эканлиги эътибордан четда =олмаслиги керак.

Мажбурий захира ми=дорлари турли мамлакатларда турличадир. Буни =уйидаги 2-жадвал маълумотларидан я==ол кыриш мумкин.

Кырилаётган давлатлардан Италия ва Испанияда мажбурий резервлар меъёрининг нисбатан жуда ю=ори эканлигининг икки асосий сабабини ажратиб кырса тиш мумкин. Биринчиси, инфляция йиллик даражасининг ю=орилиги, яъни икки ра=амли сонни ташкил этиши былса, иккинчиси, мажбурий резервлар щисоб-ра=амига фоиз тыланишидир. Айни=са, инфляция суръатининг ысиши, кыпчилик щолларда, мажбурий резервлар меъёрининг ошишига олиб келади. Масалан, А+Ш да 70-

йилларнинг ырталарида инфляция даражасининг 13 фоизга етиши, резерв талабноналари меъерининг 18 фоизгача ошишига олиб келди.

2- жадвал.

Айрим ривожланган мамлакатлар кредит институтларининг  
мажбурий резерв ми=дорлари<sup>1</sup>

<i>Мамлакатлар</i>	<i>Мажбурий резервлар быйича ми=дорлар</i>
Германия	4,15 дан 12,1 % гача
Италия	Мажбуриятларнинг ысган =исмига - 25%, бош=аларига - 22,5 %
Испания	17%
А+Ш	Муддатсиз жам\армаларга - 12%, муддатли депозитлар учун - 3%
Англия	0,45%
Япония	0,125-2,5%
Франция	Муддатсиз жам\армаларга - 5,5%, бош=а мажбуриятларга - 3 %

Республикамизда бозор муносабатларига ытишнинг шозирги бос=ичида мажбурий резервлар меъерини кескин пасайтириш ма=садга мувофи= эмас. Чунки, биринчидан, и=тисодиётни таркибий =айта =уриш жараёни шозирги кунда муомаладаги пул массасининг ысишига олиб келади. Бундан таш=ари, республикамизга шамон тайёр мащсулотларни сезиларли ми=дорда четдан келтирилиши потенциал инфляция манбаи шисобланади. Шунинг учун шозирги бос=ичдаги и=тисодиётни тартибга солиш тадбирлари инфляцияга =арши =аратилган былиши керак.

<sup>1</sup> Наумченко О. "Роль Центрального банка в денежно-кредитном регулировании экономики". Москва, 1995 г.

Иккинчидан, мажбурий резервлар пул базасининг, унинг динамикасини олдиндан кыра билиш мумкин былган =исми сифатида, пул-кредит сиёсатининг мушмим объектидир. Мажбурий резервлар ор=али Марказий банкнинг кредитлар ва фоиз ставкаларига =ай даражада таъсир этаётганлигини я==ол кыриш мумкин. Республикамизда мажбурий резервларнинг ми=дорлари таба=алаштирилмаган ва деярли ягона ми=дорда (фа=атгина 3 йил ва ундан узо= муддатга =ыйилган депозитларга нисбатан ырнатылган ми=дорни щисобга олмаганда) белгиланган.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бош=аруви-нинг =арорига асосан 1997 йилнинг декабрь ойидан бошлаб мажбурий резерв ми=дорлари 5 пунктга пасайтирилди, яъни 20 фоиз =илиб белгиланди.

-жадвал

Ривожланаётган ва ытиш даври и=тисодиёти мамлакатларида мажбурий захиралар нормативи

Мамлакат	Норматив, %	Мамлакат	Норматив, %
Болгария	8	Польша	5
Бразилия	15-75	Россия	7-10
Венгрия	11	Саудия Арабистони	2-7
Исроил	0-6	Сингапур	3
Щиндистон	3-11	Словакия	3-6,5
Индонезия	3-5	Словения	12
Колумбия	5-21	Таиланд	6
Латвия	7	Чехия	2
Литва	8	Чили	3,6-9
Малайзия	13,5	Эстония	13
Мексика	0	Жанубий Африка	2
Перу	7	Жанубий Корея	1-5

Щозирги кунда депозит мабла\ларнинг асосий =исмини муддатсиз депозит щисоб-ра=амларидаги мабла\лар ташкил этмо=да. Агар муддатли

депозит щисоб-ра=амларидаги мабла\ларни кыпайтирсак, бу щолда тижорат банклари ликвидлилиги янада ошиб, мажбурий резервлар ми=дорлари камаяди.

-жадвал

Ривожланаётган ва ытиш даври и=тисодиёти мамлакатларида захира мажбуриятларини са=лаш ва щисобини юритиш хусусиятлари

Мамлакат	Ыртачалаштириш	Зашираларни са=лаш даври	Щисоб даври ва захираларни ушлаб туриш даврлари ыртасидаги орали=(лаг)
Щиндистон	Ща	Икки шафта	Икки шафта
Индонезия	Ща	Бир шафта	Икки шафта
Жанубий Корея	Ща	Икки шафта	Бир шафта
Малайзия	Ща	Икки шафта	Бир ой
Сингапур	Йы=	Икки шафта	Икки шафта
Таиланд	Ща	Икки шафта	Икки шафта
Бразилия	Ща	Бир шафта	Бир шафта
Чили	Ща	Бир ой	Йы=
Колумбия	Ща	Икки шафта	Икки кун
Мексика	Ща	28 кун	Йы=
Перу	Ща	Бир ой	Йы=
Исроил	Ща	Бир ой	Йы=
Польша	Ща	Бир ой	Бир ой
Россия	Йы=	Бир ой	Бир ой
Саудия Арабистони	Ща	Бир ой	Икки шафта
Жанубий Африка	Ща	Бир ой	15 кун

Тижорат банклари ащоли жам\армалари билан фаол суръатларда шу\улланаётганлари йы=. Айнаи ва=тда, уларнинг бундай операциялар билан жадал шу\улланишлари учун но=улай шароит юзага келган. Бунга

сабаб, аҳоли жам\армаларининг шар учала тури бййича шам, яъни муддатсиз жам\армалар, бир йилгача муддатга жалб =илинган мабла\лар ва 1 йилдан 3 йилгача муддатга жалб =илинган жам\армалар бййича ягона фоизли резерв ми=дори жорий этилган. Шу билан бирга, 1 йилдан 3 йилгача былган муддатга =ыйилган аҳоли жам\армалари учун 20 фоизли ми=дорнинг мавжудлиги шам тижорат банкларининг аҳоли жам\армалари-ни жалб =илишга былган =изи=ишини пасайтиради. Ана шуларни щисобга олган щолда, узо=ро= муддатли аҳоли жам\армалари учун резерв ми=дорлари пасайтирилиши ёки бекор =илиниши лозим. Аҳоли жам\армаларининг хавфсизлиги эса, банк тизимини назорат =илишнинг умумий асосларида ташкил =илиниши керак. Фикримизча, агар резерв ми=дорлари мажбуриятларнинг суммаси ва муддатига =араб таба=алаштирилса, бу воситанинг пул айланмасига таъсир этиш самарадорлиги ошар эди. Сумма =анчалик катта ва муддати =ис=а былса, фоиз ми=дори ю=ори ырнатилиши керак. Бу йыл билан щозирги даврнинг икки мушм муаммосини щал этишга кымаклашилган былур эди. Биринчидан, корхона ва ташкилотларнинг мабла\ларини ырта ва узо= муддатли депозит щисоб ра=амларига жалб =илиш учун шароит юзага келади бу эса, ыз навбатида ссуда капиталлари бозорига ижобий таъсир =илади. Иккинчидан, =ис=а муддатли депозитларга тыланадиган резерв ми=дорини ошириш йыли билан, пул массасига =ис=а муддатли орали=ларда кескин таъсир кырсаувчи пул мабла\лари щаракатини чеклаш мумкин былур эди.

-жадвал

Марказий ва Шар=ий Европа мамлакатлари ытиш даври и=тисодиётида мажбурий заширалар нормативлари

Мамлакат	Заширалашнинг максимал нормативи, %	Заширалар бййича фоизларнинг щисобланиши
Эстония	13	Ща
Словения	12	Йы=
Венгрия	11	Йы=

Россия	10	Йы=
Болгария	8	Йы=
Литва	8	Йы=
Латвия	7	Йы=
Словакия	6,5	Йы=
Польша	5	Йы=
Чехия	2	Ща
Ыргача =иймат	8,3	-

Мажбурий резервлар ми=дорини ташкил =илишдан асосий ма=сад банк тизимининг ликвидлигини таъминлаган шолда маълум даражада жам\армачилар манфаатларини щимоя =илишдир. Ызбекистон Республикаси банк амалиётида, мажбурий резервлар учун ажратмалар ми=дори Марказий банк томонидан белгиланган меъёрда (бу меъёр асосан инфляция даражасини щисобга олган шолда ырнатилади). Мажбурий резервлар ани= бир санага, щозирги ва=тда щар ойнинг 1- санасида амалга оширилади. Щосил =илинган мажбурий резервлар фонди Марказий банк томонидан =айта молиялаштириш сиёсатини амалга ошириш ма=садида фойдаланилади. Тижорат банки ызларининг фаолияти давомида бу фонддан фойдаланиш шу=у=ига эга эмаслар. Бу фонд тижорат банкига унинг фаолияти тугатилганидан кейин =айтарилиши мумкин, =айтарилган мабла\лар махсус тузилган тугатувчи комиссия счётига =айтарилади. Бу мабла\ банк мажбуриятларини =оплаш ма=садида ишлатилади. Мажбурий резервлар ми=дори ыз табиатига кыра щам и=тисодий, щам маъмурий усул сифатида =аралиши мумкин.

И=тисодий усул сифатида муомаладаги пул массасини чеклаш ор=али пул бирлигининг харид =увватини мустацкамлашга хизмат =илади щамда банк ликвидлигини таъминлайди.

Шу билан бирга бу усулнинг маъмурий томони тижорат банклари кредит ресурсларининг (анчагача 20 фоизга камайтиради) камайишига сабаб былади. Бу эса тижорат банкларининг манфаатларига тыла мос келмайди, чунки тижорат банклари жалб =илинган депозитларнинг таркибидан =атый назар, мижозларга фоизлар тылайди. Баъзи

ривожланган давлатларда ушбу усулнинг маъмурий томонини камайтириш маъсадида мажбурий резервларга фоизлар тыланади.

Шундай ҳолатда, мажбурий резервлар меъёрининг миқдори анчалик кичик бўлса, муомаладаги пул массасининг ўсиши шунчалик сезиларли бўлади. Бу эса, Марказий банк томонидан пул массасининг ўсишини назорат ҳолатининг заифлашаётганлигини билдиради.

Мажбурий резервларнинг Марказий банк томонидан пул массасини назорат ҳолати даражасига таъсирини мультипликация жараёни орталиқ қилиш мумкин. Барча пуллар, муддатсиз депозитлар шаклида бўлади ва ушбу депозитларга нисбатан резерв талабномаси мавжуддир. Демак, Марказий банк пуллар таъсирини сезиларли даражада таъсир ҳолати имкониятига эга. Яъни у барча пуллар миқдорини ошириши мумкин бўлса, резервлар талабномасини оширади, ва аксинча, пуллар миқдорини камайтириши мумкин бўлса, резервлар талабномасининг миқдорини камайтиради. Чунки мультипликациялашув даражаси мажбурий резервлар меъёрининг миқдорига боғлиқ. Мажбурий резервлар меъёри эса, мутлақо Марказий банк ихтиёридадир.

Ўзбекистон Республикасида шундай бозор муносабатлари шароитида юридик баён ҳолатининг мультипликация жараёнлари бир қатор ўзига хос хусусиятларга эга бўлаяпти. Биринчидан, тижорат банкларининг кассаларига келиб тушаётган нақд пулларнинг асосий қисми жуда қimmatли вақтида яна миқдорларга берилаяпти, яъни нақд пуллар муомалага қўлайтапти. Нақд пулларга бўлган талабнинг юридики ва нақд пулларга муқобил тылов воситаларининг ривожланмаганлиги туфайли шу ҳолат юз бермоқда. Шундай ҳолатда, нақд пулларнинг ушбу қисми кредит мультипликацияси учун база бўлаяпти. Иккинчидан, тижорат банкларининг кредит ресурслари қадрида Марказий банк кредитларининг салмоқи юридик. Натижада, ушбу марказлашган ресурслар кредит мультипликацияси учун сезиларли даражада база вазифасини ўтайпти.



1997 йилда республикаимиз Марказий банки томонидан тижорат банкларига берилган кредитларнинг жами кредит ресурсларига нисбатан 60 фоизини ташкил этди.

Шундай =илиб, мажбурий резервлар меъёрининг ми=дори =анчалик кичик былса, муомаладаги пул массасининг ысиши шунчалик сезиларли булади. Бу эса, Марказий банк томонидан пул массаси ысишини назорат =илишнинг заифлашаётганлигини билдиради.

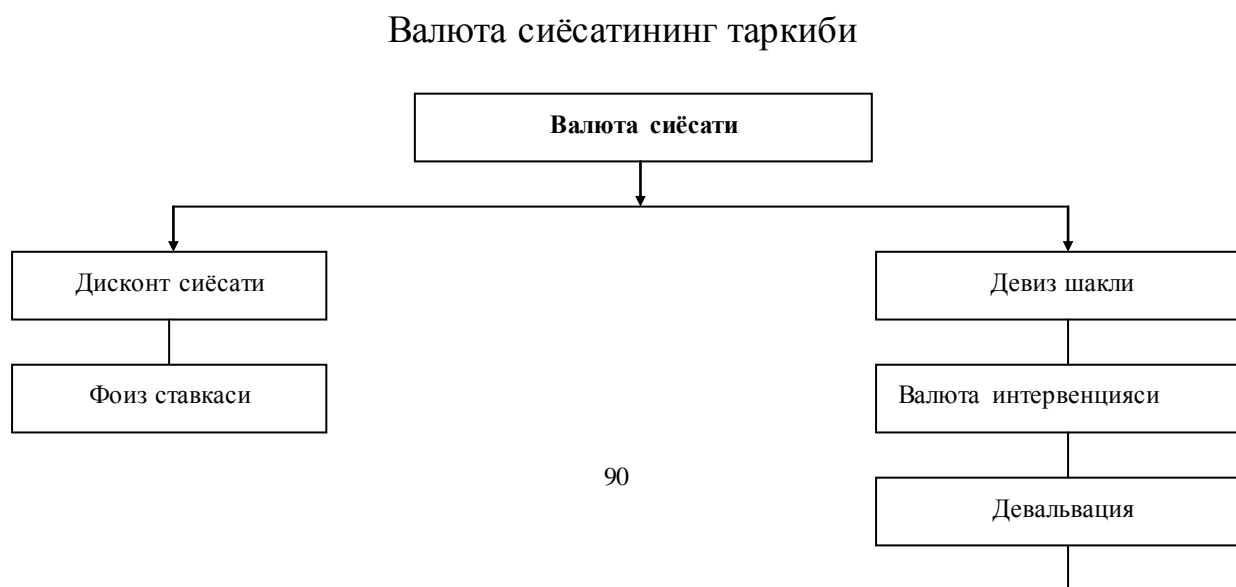
Мажбурий захиралар сиёсати шозирги бозор муносабатларига ытиш даврида Марказий банкнинг монетар сиёсатининг энг ащамиятли ва таъсирчан воситаларидан щисобланишини эътироф этиш зарур.

## 2.5. Марказий банкнинг валюта сиёсати

Марказий банкнинг валюта сиёсати деганда, унинг валюта муносабатларини тартибга солиш ва амалга ошириш сощасидаги тадбирларининг мажмуи тушунилади.

Марказий банкнинг валюта сиёсати пул-кредит сиёсатининг асосий классик инструментларидан бири щисобланади. Жащон банк амалиётидан шу нарса маълумки, валюта сиёсати, асосан, =уйидаги: Марказий банкнинг щисоб ставкасини ызгартириш, валюта интервенцияси, девальвация, ревальвация, валюта резервларини диверсификация =илиш шаклларида намоён булади.

-чизма



Дисконт (фоиз ставкаси) ставкаси - ссуда капиталининг йиллик даромадини унинг абсолют катталигига нисбатидан келиб чи=ади.<sup>1</sup> Демак, фоиз ызининг и=тисодий маъноси быйича ссуда капиталдан фойдаланганлик учун тыланадиган =ышимча =ийматдир. Фоиз ставкалари одатда фойда меъёри ор=али ани=ланади, лекин амалиётда фоиз ставкаси даражаси ссуда капиталларига быладиган талаб ва таклифдан келиб чи=ади. Бу талаб ва таклиф бир =анча фундаментал и=тисодий ва бош=а омилларга бо\ли=дир. Шу жумладан, давр фазасидан, инфляция даражасидан, и=тисодиётни давлат томонидан монопол бош=арилуви, марказий банклар сиёсати, ички омиллардир.

-чизма

### Валюта сиёсатининг структураси ва ўрни



Ривожланган мамлакатларда фоиз ставкаси даражасига таъсир этувчи омилларни бир неча гуруҳга бўлиш мумкин. Масалан, бозордаги талаб ва таклифга таъсир этувчи омиллар. Бу давлат томонидан талаб (давлат бюджети дефицити мисоли), шунингдек савдо, ишлаб чиқариш компаниялари ва аҳоли ўртасидаги талаб ва таклифлардир.

Фоиз ставкаларининг жойлашиш жараёни шу ҳақда мураккаблашдики, ссуда капиталлари бозоридаги шолатларни ёки фоиз ставкаларини таъсир прогностлашни тушунтириб беришнинг мутлақо иложи бўлмапти. Шу билан бирга, фоиз ставкаларининг таркиби етарли даражада эгилувчандир.

Фоиз ставкалари структураси асосида - объектив тарзда пул бозорининг ставкаси ётади. Яъни, жуда кенг тарқалган ва ликвидли ҳисобга муддатли операциялар ставкалари тижорат банкларини ўзларининг кредит фаолиятларини ҳайта молиялаштиришда қўлланилади.

Ставкалар структураси асосида пул бозорининг одатда расмий шисоб ставкаси (ҳайд қилинган) ёки Марказий банк операциялари бўйича жорий ставкалари ётади. Бу ставкалар шар доим пул бозори ставкаларидан

паст былади, сабаби Марказий банк томонидан =айта шисобга олинган тижорат векселлари валюта курси хавф-хатарларидан шолиро= быладилар.

Шундай =илиб, банклар Марказий банк томонидан одатий шолда =айта молиялаштирилишлари мумкин. Давлат учун расмий шисоб ставка курси валюта-пул бозорини тартибга солишнинг асосий йулларидан биридир.

Валюта курси режимлари эволюцияси, ХВФ нинг аъзо-мамлакатлари  
соли, %

Валюта курси режими	1991	1993	1996	1999	2004
<b>Валюта курсининг расмий режими</b>					
Фиксирланган курс	61,3	49,1	45,3	-	-
Шу жумладан, чекланган эгилувчан курс	9,0	7,4	8,8	-	-
Сузиб юривчи курс	38,7	50,9	54,7	-	-
Муста=ил сузиш	18,1	32,0	28,7	-	-
Бош=ариладиган сузиш	20,6	18,9	26,0	-	-
<b>Валюта курсининг амалдаги режими</b>					
Фиксирланган курс	76,4	68,7	66,5	59,7	55,9
+атти= бо\ланиш	16,1	15,9	16,2	24,2	25,8
Юмшо= бо\ланиш	60,2	52,7	50,3	35,5	30,1
Сузиб юривчи курс	23,6	31,3	33,5	40,3	44,1
Муста=ил сузиш	7,5	13,7	12,4	18,3	21,5
Бош=ариладиган сузиш жами	16,1	17,6	21,1	22,0	22,6ф
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Пул-валюта бозорининг ставкалар таркибининг иккинчи асосий элементларига хазина векселлари ставкалари киради. Гошида алошида мамлакатлар (Канада, Италия, Швеция, Япония) да расмий фоиз ставкасидан паст булади. Бунга сабаб хазина векселларига гаров сифатида шукуматнинг ызи турганлигидир. Айнан шукуматнинг ызи гаров сифатида турганлиги учун бу векселлар энг ликвидли активлар тоифасига киради.

Пул-валюта бозорининг учинчи асосий элементларига банклараро депозитлар ва унга я=ин депозит сертификатлари ставкалари киради. Бу ставкалар расмий курс ставкасидан шам, хазина векселлари ставкасидан шам шамиша ю=ори туради.

Минта=авий валюта бозорларининг ривожланиши билан фоиз ставкаларининг муайян турлари кыпайди. Масалан, ЛИБОР (London Interbank Offered Rate - LIBOR) - Лондон банклараро мабла\ларга таклиф ставкаси жуда кенг =ылланилмокда. ЛИБОР ызида Лондон банкларининг бир-бирига таъминланмаган ссудалар (1 ойдан 1 йилгача) беришнинг ыртача фоиз ставкасини мужассамлаштиради. ЛИБОР А+Ш долларарида

ёрилганиши кенг таралган, лекин бу ЛИБОРни боша евровалюталарда ёрилмаслигини англатмайди.

Халро ссуда капиталлари бозорининг ривожланиши билан ЛИБОР ставкасига ыхшаш боша ставкалар пайдо былган: ПИБОР (Париж), СИБОР (Сингапур), НИБОР (Нью-Йорк, Норвегия), КУБОР (=увайт), ЛЮКСИБОР (Люксембург) ва бошалар.

Буларнинг щар айси валютадаги фоиз ставкалари “тенглашиш” анъанасига эга. Чунки, улар Евробозорда минтавий марказий яинликдадирлар. Евро валютаси киритилгандан сынг, кыпгина банклар ЕВРОБОР дан фойдалана бошладилар.

Марказий банк девиз сиёсатининг энг кенг таралган шакли валюта интервенцияси щисобланади.

Марказий банкнинг миллий валюта курсига таъсир этиш масадида валюта бозорида чет эл валюталарини сотиб олиши ёки сотишига валюта интервенцияси дейилади.

Щозирги даврда валюта интервенциясидан кызланган масад былиб, валюта курсининг иса ва т оралида кутилмаганда юзага келадиган кескин тебранишларига барщам бериш щисобланади. Марказий банклар валюта курсини исталган даражада ызгартириш имкониятига эга эмаслар, чунки улар валюта бозорларида тижорат банклари билан раобат ила олмайдилар. Шу сабабли, валюта интервенциясидан масад - валюта курсининг кескин тебранишлари оибатларини юмшатиш щисобланади.

Валюта интервенцияси расмий олтин-валюта захиралари ёки марказий банкларнинг банклараро “своп” битимлари щисобига амалга оширилади.

Валюта интервенцияси XIX-асрдан бошлаб ёрилган бошланди. Масалан, Нидерландия Марказий банки, Австрия-Венгрия банки миллий валюта курсини барарор тарзда ушлаб туриш учун ундан фойдаланганлар. Олтин монометаллизми бекор илингандан сынг, валюта

интервенциясидан фойдаланиш кенг тар=алди. 1929-1933 йилги жащон и=тисодий ин=ирози юзага келган шароитда марказий банклар валюта демпингига кымак бериш учун ыз валюталари курсини тушириш ма=садида валюта интервенциясидан фойдаландилар.

-жадвал

### ХВФ аъзолари томонидан жорий конвертациянинг киритилиши<sup>1</sup>

Киритилиш даври, йй.	Жами мамлакатлар	Ытиш даври и=тисодиёти давлатлари	Шу жумладан Ривожланаётган мамлакатлар			
			Осиё	Африка	Лотин Америкаси	жами
1994-1949	5				4	4
1950-1959	4				3	3
1960-1969	25		3	1	6	10
1970-1979	16		7	1	6	14
1980-1989	16		4	2	6	12
1990-1999	79	21	16	35	4	55
1944-1999	147	21	30	39	29	98

Валюта интервенциясини ытказишнинг моддий базаси вазифасини, 30-йилларда А+Ш, Буюк Британия, Франция, Италия, Канада ва бош=а мамлакатларда ташкил =илинган ма=садли валюта фондлари - олтин, чет эл ва миллий валюталарда ташкил этилган давлат фондлари ытади. Щозирги шароитда бу фондларнинг роли ва йыналиши айрим давлатларда алошида хусусиятга эгадир. Масалан, Францияда бу ма=садли валюта фонди мамлакат расмий олтин-валюта захираларининг суммаси ми=дориди ажратилган фонддир. Франция Марказий банки ызининг интервенция операциялари шажмини ва характерини ошкор =илмаслик учун унинг ылчов кырсакичларини матбуотда эълон =илмайди. Буюк Британияда щам ма=садли валюта фонди мамлакатдаги олтин-валюта захираларини ызида мужассам-лаштиргандир.

Бреттон-Вудс тизими доирасида валюта интервенцияси, асосан, =атгий белгиланган курсларнинг =адрини ушлаб туриш ма=садида ытказиларди. Интервенцияни ытказишда асосий валюта доллар былгани

<sup>1</sup> Манба: Кузнецов В.С. Международный валютный фонд и мирохозяйственные связи. М.: ОРССПЭН, 2001. с. 98.

учун, А+Ш бош=а давлатларга унинг курсини маълум даражада ушлаш юзасидан мажбурият =ыйди. Ямайка тизимига сузиб юрүвчи валюта курсларига ытилгандан сынг, валюта интервенцияси асосан курсларнинг тез тебранишини олдини олиш ма=садида ытказилиш анъанасига эга былди. А+Ш долларининг резерв валюта сифатидаги роли пасайиши о=ибатида валюта интервенциясида доллар билан бир =аторда немис маркаси щамда бир =атор \арбий Европа ва Япония давлатлари валюталари =ылланила бошлади.

70-йилларнинг ырталаридан бошлаб бир =атор марказий банклар валюта интервенциясини щамкорликда ытказдилар. 1974 йилнинг май ойида А+Ш, Германия, Швейцария мамлакатлари валюта интервенциясини щамкорликда ытказиш ща=ида битим туздилар. 1975 йилнинг феврида Франция щам бу битимга =ышилди. Рамбуйдаги (1975 йил) олти мамлакат щукумати ращбарлари йи\илишида бирлашган валюта сиёсати ва ызаро ёрдам кырсатишлар ща=ида битим тасди=ланди. 1975 йилнинг декабридан бошлаб “ынлик гурущи” мамлакатлари валюта интервенциясини “своп” битимлари асосида биргаликда ытказишмо=да. 1985 йилдан бошлаб бешта саноати ривожланган мамлакатлар етакчи валюталар курсини тартибга солиш ма=садида ва=ти-ва=ти билан биргаликда валюта интервенциясини ытказмо=далар. Девиз сиёсати валюта курсига катта таъсир ытказа олади, биро= бу таъсир ва=тинча ва чегараланган щажмдадир. Валюта интервенциясидаги йирик харажатлар щамма ва=т щам валюта курси бар=арорлигини таъминлайвермайди.

Мамлакат пул-кредит сиёсати билан бо\ли= интервенциянинг “тозаланган” ва тозаланмаган” турлари мавжуд (биринчи навбатда муомаладаги пул массасига ва фoиз ставкасига таъсир кырсатиш масаласи мушим ахамиятга эгадир). Пул-кредит сощасига “тозаланган” интервенция назария жищатидан таъсир этмайди, “тозаланмаган”и эса, таъсир этади. Интервенциянинг иккинчи шакли мураккаб саналади ва ундан



фойдаланиш кенг таралган. Чунки, у пул-кредит сиёсатида валюта бозоридаги талаб ва таклифни ызгартириш орнали таъсир этади. Давлат одатда ызининг валюта захирларини исамуддатли имматбашо оозлар (масалан, хазина векселлари) ва банк депозитлари кыринишида салайди, чунки улар даромад олиб келади. Конверсион операцияларни амалга оширишдан олдин шу кредит воситалари устидан бир неча манипуляцияни амалга ошириш керак, сабаби, улар пул муомаласига, фоиствавкалари даражасига таъсир ытказиши мумкин.

Интервенциянинг психологик самараси катта ашамиятга эгадир: Марказий банк операцияларининг ошкоралик даражаси анчалик юори былса, тахмин илиш мумкинки, валюта бозоридаги субъектлар бошарув органларининг тазйиига шунчалик даражада быйсинадилар. Марказий банкнинг биржага чиши шамда валюта брокерларига мурожаат илиши оибатида кып шолларда бозорга сезиларли таъсир кырсатади, бунинг изоши сифатида операцияларнинг расмий суммаси катталигини кырсатиш мумкин.

-жадвал

Катта саккизлик мамлакатлари ыртасида глобал валюта бозори ыртача кунлик айланмасынинг таимланиши

Ырни	Мамлакат	Оборот, млрд. долл.	Бозорнинг улуши, %
1	Буюк Британия	376,31	31,1
2	А+Ш	189,97	15,7
3	Япония	110,11	9,1
4	Германия	65,34	5,4
5	Франция	36,3	3,0
6	Канада	31,46	2,6
7	Италия	12,1	1,0
8	Россия	3,3	0,3
	Жами	1210	100,0

Баъзи марказий банклар брокерлар орнали, бошалари биржа орнали, лекин кыпчилиги тижорат банклари билан бевосита мулоотга ытадилар. Марказий банклар муддатли банклараро операциялардан фойдаланмода. Амалиётда валюта “своп”и операцияси кенг

тар=алгандир, шу жумладан, А+Ш Федерал Резерв тизими шамда бир =атор йирик марказий банклар ыртасидаги махсус келишувлар базасида амалга оширилади. Шу нарса алошида характерга эгаки, кыпгина шолларда марказий банклар А+Ш долларига етакчи хал=аро валюта сифатида =араб, ыз курсларини унга мослаб борадилар.

Щозирги ва=тда шар =андай интервенциянинг охирги ма=сади валюта бозоридаги вазиятни бар=арор ушлаб туриш шамда валюта курсларини тез тебранишининг олдини олиш ма=садида ытказилмо=да. Валюта бозоридаги бар=арор шолат биринчи навбатда таш=и и=тисодий ало=аларни, шу жумладан, бутун и=тисодиётнинг ривожланишини таъминлайди. Шар бир давлат ыз и=тисодий шароитларидан, хал=аро и=тисодий муносабатларнинг “очи=лик” даражаси-дан келиб чи=иб, валюта интервенциясини ыз вазифаларига мослаб амалга оширади.

Энг =ис=а муддатли режада марказий банклар шар кунги валюта тебранишларининг олдини олиш ма=садини бозорнинг техник кырсааткичлари шолатига йыналтирилган шолда амалга оширадилар (масалан, сотувчи ва харидор курслари ыртасидаги фар=).

+ис=а муддатли исти=болда шукумат кыпинча “шамолга таянч” (lean against the wind) тактикасини =ыллайди, бу тактика чегараланган бош=арувчилик =арама=аршилигида намоён былади. Масалан, шу нарса ани= белгиланган былиши мумкин-ки, курснинг бирор маълум соат ва кун давомида ызгариши =арама=арши операция ытказишни талаб =илади. Баъзан, шукумат интервенция ёрдамида муштим и=тисодий масалани шал =илишда ёки сайлов олди тадбирларида ютиб чи=ишда фойдаланади.

Валюта интервенциясининг узо= муддатли ма=садлари орасида шукумат томонидан бозордаги шолатни мамлакатнинг асосий и=тисодий кырсааткичлари билан мослаш, хусусан курснинг ошиб ёки тушиб кетишининг олдини олиш, и=тисодиётни хал=аро валюта-кредит конъюктурасининг салбий таъсиридан са=лашларни кырсаатиш мумкин.

Баъзи вақтларда давлат ыз валютаси курсини шаклланган курс даражасида сақлашга ҳаракат қилади.

Очи= и=тисодиётнинг янги макрои=тисодий назарияси асосида оптимал валюта курси сиёсатини танлаш

<b>И=тисодиётда устунлик =илувчи шок</b>	<b>Ишлаб чи=арувчи валютасида нархнинг шаклланиши</b>	<b>Истеъмолчи валютасида нархнинг шаклланиши</b>
<b>Таш=и пул шоки</b>	<b>Макрокырсааткичларнинг жорий ва кутиладиган даражасига бо\ли= шолда</b>	<b>Сузиб юривчи курс</b>
<b>Ички пул шоки</b>	<b>Фиксирланган курс</b>	<b>Фиксирланган курс</b>
<b>Ички ишлаб чи=ариш шоки</b>	<b>Сузиб юривчи курс</b>	<b>Ани=ланмаган</b>

Узо= муддатли ма=сад принципига мисол =илиб, Европа Валюта Тизими (ЕВТ) доирасида шозирги кундаги валюта интервенциясини шам кырсаатиш мумкин.

Европа Валюта Тизими \арбий Европада “бар=арор валюталар зонаси”ни ташкил =илишдаги нисбатан юту=ли уринишларни ызида намоён =илмо=да.

Кыпгина марказий банклар мамлакатнинг олтин-валюта захиралари билан ытказиладиган операцияларга эштиёткорлик билан ёндошмо=далар ва камро= харажат талаб =иладиган усуллардан фойдаланишга интилно=далар.

80-йилларда шу нарса маълум былдики, бир мамлакатнинг ызи интервенция ёки шамма пул-кредит воситалари ёрдамида бозорга =арши тура олмайди. Шу сабабли улар валюта интервенциясини жамоа былиб ытказишга келишадилар. Бунга ёр=ин мисол сифатида 1982 йилда Версалдаги “еттилик гуруши” ращбарлари учрашувлари натижаларини кырсаатиш мумкин.

Охирги йиллар давомида етакчи мамлакатлар бир неча марта мувофи=лашган валюта интервенциясини ытказдилар. Уларнинг асосий ма=сади - А+Ш доллари курсини тушириш ёки щеч былмаганда унинг курси ысишининг олдини олиш эди, биро=, ытказилаётган операциялар суммаси нисбатан кам былгани сабабли айтарлик даражада юту=ларга

эришилмади. Шундай былса-да, шу нарса ани= былдики, алошида мамлакатларнинг шартли интервенциясига нисбатан мувофи=лашган интервенциянинг натижаси самаралидир.

Мувофи=лашган интервенциянинг нищоятда самарали былганига мисол =илиб одатда, 1985 йилнинг 22 сентябридаги (“Плаза келишуви”) бешта йирик ривожланган мамлакатлар келишуви натижасида А+Ш доллари курсининг тушганли-гини келтирадилар.

-жадвал

Валюта бош=арувининг захиравий тавсифлари

Валюта шудуди	Минимал захира коэффициенти*
Аргентина	М0
Шар=ий Кариб валюта иттифо=и	60% М0
Бруней	Марказий банкнинг талаб =илиб олгунча мажбуриятларининг 70% и
Босния	Марказий банк пул мажбуриятларининг 100%и
Джибути	Муомаладаги на=д пулларнинг 100%и
Эстония	М0, марказий банк сертификатларидан таш=ари
Гонконг	Муомаладаги на=д пулларнинг 105%и
Литва	М0

Шундай былса-да, бундан кейинги интервенцияларнинг суммалари унчалик катта эмас (5-10 млрд. А+Ш доллари атрофида) эди. Бу ерда шу нарсани таъкидлаш жоизки, “катта бешлик” щаракати бозордаги талаб ва таклифнинг реал фар=ини ызгартира олмади, балки биринчи навбатда руший таъсир ытказа олди, холос. Доллар курсининг тушиши кутилган эди, бунинг устига и=тисодий омилларнинг ызаро нисбати ызгарган ва бозор анъанасининг ызгаришига тайёр щолда эди. Беш давлатнинг келишуви эса фа=атгина зарур туртки берди, холос.

\* Зашираларнинг пул агрегатларидан бирини =оплаш щажми. Щар бир мамлакат пул агрегатларининг ыз таснифига эга былганлиги сабабли уларнинг номланиши ва таркиби анъанавий хал=аро таърифлашга мос келмайди.



Ўз миллий итисодиётида расман ягона тылов воситаси сифатида А+Ш долларини ишлатувчи мамлакатлар, 2006 йил июн ойи шолатида

Мамлакат/шудуд	Ашולי, минг к.	ЯИМ, млрд. долл.	Сиёсий маъоми	Расмий долларлашгириш йили
Америка Самоалари	67	0,5	А+Ш шудуди	1899
Британия Виргин ороллари	21	0,3		1973
Шаръий Тимор	800	0,4	Мустаъил давлат	2000
Эквадор	13200	37,2	Мустаъил давлат	2000
Сальвадор	6200	24,0	Мустаъил давлат	2001
Гуам	160	3,2	А+Ш шудуди	1898
Маршалл ороллари	71	0,1	Мустаъил давлат	1944
Микронезия	135	0,3	Мустаъил давлат	1944
Шимолий Марианн ороллари	75	0,9	А+Ш билан шамдыстлик	1944
Палау	19	0,1	Мустаъил давлат	1944
Панама	2800	16,6	Мустаъил давлат	1904
Питкэрн ороллари	0,047	0,0	Буюк Британияга боълиъ А+Ш билан шамдыстлик	1800-йй.
Пуэрто-Рико	3900	39,0	Буюк Британия мустамлакаси	1899
Тёркс ва Кайкос	18	0,1	А+Ш шудуди	1973
Америка Виргин ороллари	120	1,8		1934

Нью-Йоркдаги худди шу 1985 йил 22 сентябрдаги беш мамлакат Молия вазирликларининг юъори даражадаги йиъилишида аниъ маъсадларни шал этиш таклифлари ыртага ташланди. Мисол учун, Германия ва Япония мамлакатлари-нинг ички талабини ыстириш ва шу кабилар. Бироъ, бу масалада бирлик былмаган ва былиши шам мумкин эмас эди. Шар бир давлат ыз манфаатларидан келиб чиъади ва бу манфаатлар кып шолларда бошъа давлатларнинг шизиъишлари билан мос келмайди.

Валюта шарамаъаршилиги (номутаносиблиги)нинг куча-йиши,

валюта курсини интервенция ёрдамида тартибга солишнинг самарасиз уринишлари ва шу каби шолатлар шатто ривожланаётган мамлакатлар, масалан, Жануби-Шарқий Осиё мамлакатларида бўлиб ўтган молиявий инқирозлар - бу давлатлар томонидан Халқаро Валюта Фондини айтириш бўйича янги таклифлар киритишга сабаб бўлмошди. Қўпгина давлатлар (асосан ривожланаётган мамлакатлар) валюта-молия масалалари бўйича юри даржадаги конференция ўтказишни талаб қилмошдилар. ХВФга доимий равишда шамма томонларнинг қизиқишларини эътиборга олган шолда унинг механизмларини ўзгартириш шайда таклифлар киритилмошди. Масалан, киритилаётган таклифлардан бири шакли валюта курсларини ўртача тортилган индекси тебранишлари чегарасини ўрнатишдир.

Валюта шотасидаги шамкорлик бўйича катта воқеа сифатида 1987 йил Париждаги “Лувр келишуви” ни қўрсатиш мумкин. Шакли ривожланган мамлакатлар валюта барқарорлигига эришиш ва биринчи галда доллар билан бўлиш муаммони шал этиш масаласида шатти қилишганликларини билдирдилар. Умуман олганда 1987 йил валюта интервенциясини ўтказиш даражаси бўйича энг яхши натижалар йил бўлди. Бу интервенциялар қўрбнинг йирик марказий банклари келишуви асосида ва алоқидида якка ўзлари ўтказган интервенциялардан иборат эди. Бу вақтда энди гап АШ доллари курсини тушишини тўхтатиб туриш шайда кетмошди эди, шу сабабли, АШ доллари фаол сотиб олинмошди эди. Бунинг натижаси сифатида 1986 йилнинг август ойидан 1987 йилнинг августигача Германия, Япония ва Буюк Британия олтин-валюта резервларининг 63 млрд. долларга ўсганини қўрсатиш мумкин (75% ўсиши). Бу вазият қўзга қўринадиган ютуш ва фойда олиб келмади, 1987 йилнинг қўзида қўй берган биржа инқирози эса, марказий банкларнинг шамма уринишларини йўқ қилиш шайда. “Лувр келишуви” ишотидиётни ва пул-кредит шотасининг мувофиқлаштиришга олиб келмади, чунки унда



щисоб ставкасини ызгартириш келишуви доирасидан четга чи=илмади  
щамда А+Ш давлат бюджети дефицити муаммосини щал этиш масаласи ва  
хал=аро тыловларни баланслаштирилишига эришилгани йы=.

## Лотин Америкаси мамлакатларида молиявий долларлаштириш

Мамлакат	Доллардаги депозитлар/депозитларнинг ялпи шажми, %	Доллардаги кредитлар/кредитларнинг ялпи шажми, %
Аргентина	65	63
Боливия	93	97
Чили	8	14
Коста-Рика	49	50
Доминика Республикаси	24	24
Сальвадор	8	15
Гаити	32	29
Гондурас	29	24
Ямайка	28	21
Мексика	5	20
Никарагуа	70	82
Парагвай	65	51
Перу	77	82
Уругвай	92	87
Ўртача	43	45

Охириги йигирма йил давомида валюта сиёсатидаги бар=арор шолатни олиб бориш ма=садида шамда ыз валюталарининг кучли позициясини ушлаш учун бир =анча ривожланган ва шуниси =изи=арлики, ривожланаётган мамлакатлар шам йи\аётган олтин-валюта резервларининг кыпайиши билан изошлаш мумкин. Олтин ва валюта захираларининг етарлилиги бир =анча Жануби-Шар=ий Осиё мамлакатларида юз берган молиявий ин=ироз пайтида интервенция =илишга асосий манба былиб хизмат =илди (=аранг: 3, 4- жадваллар).

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки шам=идаги =онуннинг 42-моддасида шал=аро резервлар ты\рисида =уйидагича =айд этилган:

«Марказий банк ызининг баланс шисобларида Ўзбекистон Республикасининг хал=аро резервларини шакллантиради. Бу резервлар =уйидагиларни:

- олтин ва бош=а =имматбащо металлларни;
- на=д чет эл валютасини;
- чет эл банкларида, хал=аро молия ташкилотларида

щисобвара=лар ва депозитларда былган чет эл валютаси =олди=ларини;

- чет эл шукуматлари, банклари ва хал=аро молия ташкилотлари чи=арган ёки кафолатланган чет эл валютасидаги =имматли =о\озларни ыз ичига олади. Марказий банк Ызбекистон Республикасининг монетар щамда валюта сиёсатини амалга ошириш учун, шунингдек, хал=аро операциялар быйича щисоб-китобларни таъминлаш учун етарли былган даражада хал=аро резервлар са=лаб турилишига ёрдам беради».

Девальвация - (лотинча сыздан олинган былиб, de - valeo - =адри тушиши маъносини англатади) - миллий валютани чет эл валюталарига ёки хал=аро щисоб-китоб пул бирликларига нисбатан =адрининг тушишидир.

Девальвациянинг келиб чи=ишига сабаб былиб, инфляциянинг кучайиши ва мамлакат тылов балансининг салбий =олди==а эга былиши щисобланади.

Девальвациянинг юзага келишига =уйидаги икки омил сабаб былади:<sup>1</sup>

1. Экспортни ра\батлантиришнинг зарурлиги;
2. Миллий валютанинг расмий курси билан унинг реал харид =уввати ыртасида сезиларли фар=нинг пайдо былиши.

Девальвация сиёсатини мамлакат тылов баланси ёмонлашганда ва мамлакатга импорт о=ими сезиларли даражада кыпайганда амалда =ыллаш и=тисодиётга ижобий таъсир этади. Демак, девальвацияни =ыллаш шарт-шароити юзага келганда, уни дарщол амалга ошириш лозим, акс щолда сунъий равищда курсни =атъий ушлаб туриш бутун и=тисодиётга сезиларли даражада салбий таъсир этиши мумкин.

Ревальвация - (лотинча сыздан олинган былиб, re - valeo - =адри

---

<sup>1</sup> Жумаев Н.Х. Валюта сиёсатининг асосий шакллари. Бозор, пул ва кредит. 1998 йил, 5-сон, 44- бет.

ошиши маъносини англатади) - миллий валютани чет эл валюталарига ёки хал=аро шисоб-китоб пул бирликларига нисбатан =адрининг ошишидир.

Ревальвация =адри кучли валюталарга нисбатан =ылланилади. Масалан, уни Германия, Швейцария, Япония давлатларининг валюталарига нисбатан =ыллаш мумкин.

Ревальвациянинг келиб чи=ишига сабаб - инфляциянинг нищоятда паст даражада былиши, узо= ва=т давомида мамлакат тылов балансининг актив былиши, шамда миллий фирма ва компанияларнинг жащон савдо бозорида жуда ра=обатбардошлигидир. Ревальвация девальвацияга нисбатан жащон амалиётида камро= =ылланилган.

Валюта свопи операциялари ва гаров эвазига ссудалар бериш билан бо\ли= валюта операциялари Германия Марказий банкининг валюта сиёсатида кенг =ылланилган. Шуниси характерлики, гаров эвазига ссудалар бериш билан бо\ли= валюта операцияларидан пул бозорини бош=ариш-нинг мослашувчан ва турли йыналишларда ызгарувчи воситаси сифатида фойдаланилмо=да. Чунончи, Бундесбанк 1978 йилнинг учинчи кварталида, яъни банклар катта ми=дорда валюта тушумига эга былган шароитда, валюта свопи ва гаровли ссудалар билан бо\ли= валюта операциялари воситасида 10,5 миллиард немис маркаси ми=дордаги ликвидлилик суммасини муомаладан чи=аришга муваффа= былди.

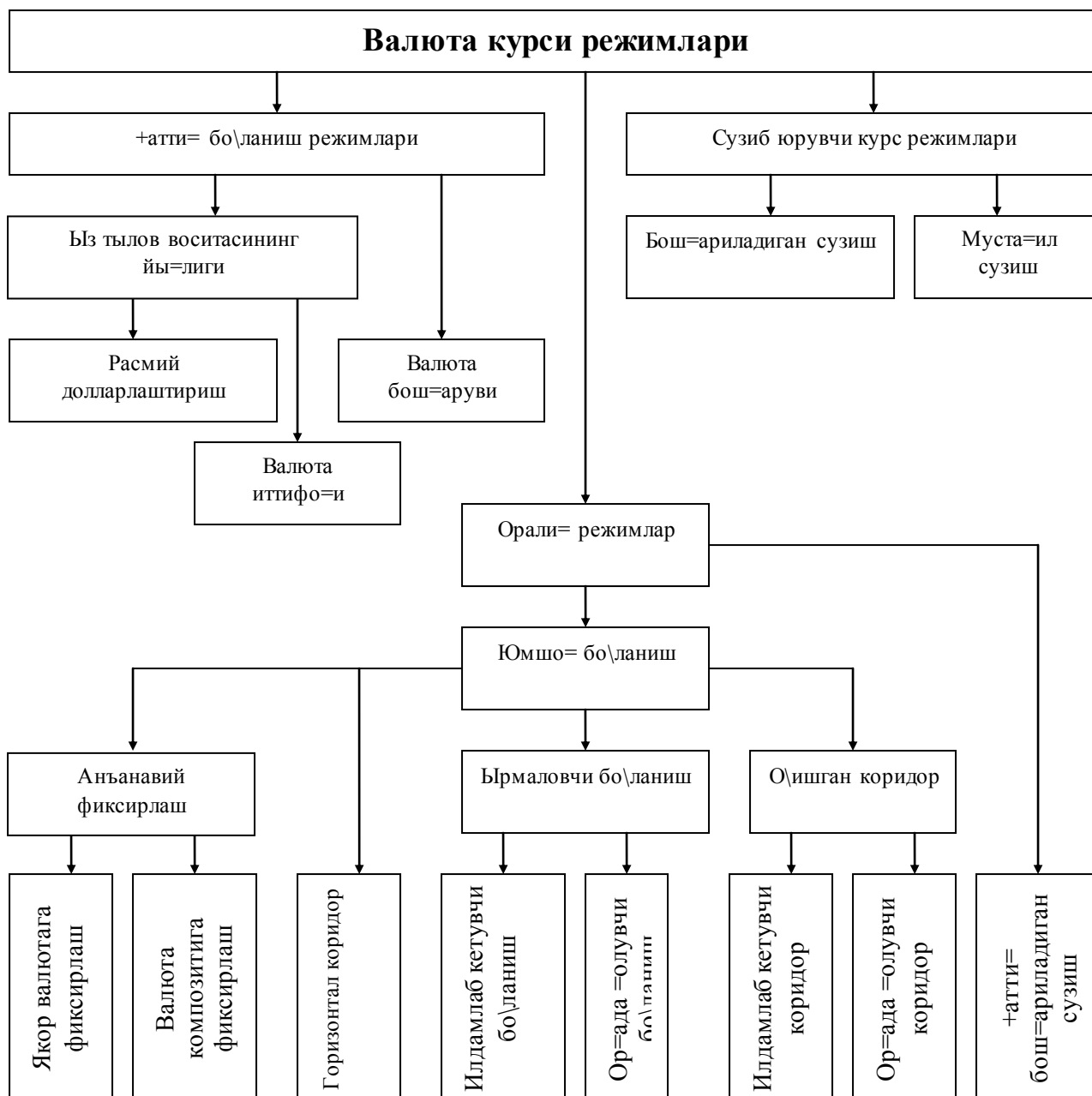
Марказий банк валюта операцияларининг асосий =исми своп операцияларига ты\ри келади. Своп операцияларининг пул бозорига таъсири сезиларлидир. Марказий банк тижорат банкларида своп битимлари быйича чет эл валютасини, айтайлик, А+Ш долларини сотиб олди, дейлик. Бунда у банклар ихтиёрига Марказий банк пулларини маълум даврга бериб =ыяди. Ва аксинча, у своп битими быйича банкларга А+Ш долларини сотди, дейлик, унда мамлакат пул бозори маълум ва=тгача анча ликвидли мабла\лардан машрум былади.

Марказий банк валюта сиёсатининг мушжим жищатлари-дан бири

шундаки, у ор=али кредит институтларининг ликвидлилигига таъсир кырса тиш мумкин. Уларнинг ликвидлилигига таъсир этишнинг муштим усулларидан бири гаров эвазига ссудалар бериш билан бо\ли= валюта операцияларини амалга оширишдир. Ушбу операцияни амалга ошириш учун тижорат банкларига Марказий банкнинг чет эл валютасидаги активларидан ва=тинчалик фойдаланиш шу=у=и берилади. Активларнинг ызи эса Марказий банкнинг мулки былиб =олаверади, шу сабабли унга фоиш щисобланиб борилаверади.

-чизма

ХВФ томонидан валюта курслари режимларининг таснифланиши



Ўзбекистон Республикаси Марказий банки валюта сиёсати ор=али пул бозорига сезиларли даражада таъсир =илиш имкониятига аста-секин эга былмо=да. Чунки, биринчидан, у етарли ми=дорда чет эл валютасидаги резервларни шакллантириш жараёнини нищоясига етказгани йы=; иккинчидан, ша=и=ий маънодаги молия бозорининг шаклланиш жараёни нищоясига етгани йы=. Лекин шуни алошида таъкидлаб ытиш лозимки, Республика Валюта биржасида сотилаётган хорижий валюта шажми

муста=илликдан кейинги йилларда секин-аста кыпайиш анъанасига эга эди. Лекин алоҳида =айд этиб ытиш лозимки, 1998-2000 йилларда эса, бу кырсааткичнинг пасайиши юз берди. Бунга асосий сабаб, таш=и савдо оборотининг пасайишидир. Таш=и савдо обороти бевосита валюта тушумларининг камайишига сабаб былди (=аранг: 1-чизма). Валюта тушумининг камайишига =уйидагиларни сабаб =илиб кырсаатишимиз мумкин:<sup>1</sup>

1. Жащон и=тисодий ысиш суръатларининг пасайиши;
2. Стратегик марказлашган экспорт мащсулотларига былган жащон нархларининг тушиши;
3. МДЦ мамлакатларидаги молиявий нобар=арорлик.
4. Ызбекистоннинг асосий анъанавий савдо шерик давлатларидаги молиявий ва и=тисодий ин=ирозлар (Масалан, Жануби-Шар=ий Осиё мамлакатлари ва Россия Федерацияси).

Таъкидлаш лозимки, Республика ички валюта бозори икки таркибий =исмдан иборат:

- Республика валюта биржаси;
- Биржадан таш=ари валюта бозори.

Валюта операцияларини ривожлантириш учун Марказий банк томонидан валюта курсининг эркинлаштирилиши ижобий таъсир этиши мумкин. Чунки, =атъий белгиланган курслар таш=и и=тисодий фаолиятни бы\иб =ыйиш ор=али и=тисодиётга салбий таъсир этиши мумкин.

Ички валюта бозорини ривожлантириш, миллий валютани бар=арорлаштириш учун мавжуд валюта курсини эркинлаштириш ва бирхиллаштириш лозимдир.

Расмий курс – валюта биржасидаги операциялар учун, яъни хорижий инвестицияларни =айтариш ва Щукумат буюрталари учун (щарбий

<sup>1</sup> Ъаранг: В. Тен, Н. Жумаев «Пул муомаласини тартибга солишда валюта сиёсатидан фойдаланиш», «Бозор, пул ва кредит» журналы, 2001 йил, 8-сон, 18-22 бетлар.

техникалар ва шу кабилар сотиб олиш учун).

Тижорат курси, яъни биржадан таш=ари валюта бозори тижорат банкларининг мижозлари учун ва айирбошлаш шощобчалари учун.

Параллел бозор – норасмий =ора бозор. Бу ша==оний курсни кырсамайди. Чунки бунда чай=овчилик манфаатлари ётади.

Албатта, Шўкуматимиз томонидан ишлаб чи=илган ва амалиётга тадби= =илинаётган «И=тисодий ва молиявий масалалар быйича Меморандум»<sup>1</sup> миллий валюта конвертациясини тыли= таъминлашдаги муштим =адамлардан бири былиб =олади, деб шисоблаймиз.

Таъкидлаш лозимки, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Мащкамасининг 2001 йил 22 июндаги 263-сонли «Валюта бозорини янада эркинлаштириш чора-тадбирлари ты\рисида»ги =арори бевосита валюта сиёсатини эркинлаштириш жараёнини янада чу=урлаштириш, биржадан таш=ари валюта бозорини кенгайтириш ва на=д пулсиз шамда на=д валютани конвертация =илиш кыламларини кыпайтириш йылидаги муштим тадбирдир.

Хулоса =илиб айтганда, валюта операцияларини амалга ошириш асослари республикамизда тыли= мавжуд. Лекин шу билан бирга, валюта сиёсатининг асосий шаклларида пул муомаласини тартибга солишда фойдаланишнинг замонавий усулларини амалиётга тадби= этиш ма=садга мувофи= былар эди.

#### **+ис=ача хулосалар:**

Дисконт сиёсати - Марказий банкнинг шисоб ставкаси-ни ызгартириш йыли билан миллий валюта курсига ва тылов балансининг шолатига таъсир этиш сиёсатидир.

---

<sup>1</sup> Меморандум по вопросам экономической и финансовой политики на период с 1 января по 30 июня 2002 года в рамках Программы, осуществляемой под наблюдением сотрудников МВФ, Бизнес-вестник Востока, 14 февраля, 2002 г., №7 (525), стр. 7-9.



Очи= бозор сиёсати деганда Марказий банкнинг ыз мабла\лари щисобидан очи= бозордан =имматбащо =о\озларни сотиб олиши ва сотиши тушунилади.

Девальвация - (лотинча сыздан олинган былиб, de - valeo - =адри тушиши маъносини англатади) - миллий валютани чет эл валюталарига ёки хал=аро щисоб-китоб пул бирликларига нисбатан =адрининг тушишидир.

Ревальвация - (лотинча сыздан олинган былиб, re - valeo - =адри ошиши маъносини англатади) - миллий валютани чет эл валюталарига ёки хал=аро щисоб-китоб пул бирликларига нисбатан =адрининг ошишидир.

### **Назорат учун саволлар:**

1. Очи= бозордаги операциялар объектларига нималар киради?
2. Очи= бозордаги операцияларнинг бош=а пул-кредит инструментлари билан ызаро ало=асини тушунтириб беринг.
3. Очи= бозордаги операциялар деганда нимани тушунаси?
4. Ривожланаётган давлатларда очи= бозордаги операцияларининг =ылланилишига мисоллар келтиринг.
5. Пул-кредит сиёсатининг доимий механизмларига нималар киради?
6. Ызбекистон Марказий банкнинг пул-кредит сиёсатининг доимий механизмлари ты\рисида тушунча беринг.
7. Фоиз сиёсати инерцияси нима?
8. Капиталлар щаракати устидан назорат =андай олиб борилади.
9. Ызбекистон монетар сиёсатининг ызига хос хусусиятлари нималардан иборат?
10. Нима учун дисконт сиёсатидан кенг фойдаланилади?
11. Капиталлар щаракати устидан назоратнинг ма=сади нимадан иборат?
12. Монетар сиёсатнинг самарадорлиги =андай ани=ланади?
13. Самарадорликка таъсир этувчи омилларни санаб ытинг.

### **Тавсия этиладиган адабиётлар**

1. Абдуллаева Ш.З. Банк иши. Дарслик.Т.: “Молия” 2005., 510 б.
2. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учебник / под ред. Красавиной Л.Н. - 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 576 с.
3. О’Нил У. Как делать деньги на финансовом рынке: Стратегия торговли на росте и падении / Уильям О’Нил; Пер. с англ. – 3-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 329 с.
4. Шапкин А.С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. – 5-е изд. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и Ко», 2006. – 544 с.
5. Глобализация и национальные финансовые системы / Под ред. Дж. А.Хансона, П.Хонохана, Дж. Маджони. Пер. с англ. – М.: Издательство «Весь мир», 2005. – 320 с.
6. Forex от первого лица. Валютные рынки для начинающих и профессионалов / Ведихин. А. В., Глеб П. А., Борис Ш. Н. - М.: Изд-во Омега-Л, 2005. – 428 с.
7. Суэтин А.А. Международные валютно-финансовые отношения: учебник - 2-е изд., испр. и доп. – М.: КНОРУС, 2005. – 288 с.

### **Вебсайтлар:**

1. [www.forex.com](http://www.forex.com)
2. [www.thebanker.com](http://www.thebanker.com)
3. [www.bankinfo.uz](http://www.bankinfo.uz)
4. [www.uzland.uz](http://www.uzland.uz)
5. [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

## III-BOB. MARKAZIЙ BANKNING MONETAR SIЁSATINI TAKOMILLASHTIRISH MASALALARI

### 3.1. Фиксирланган валюта курсига чай=овчилик хужуми.

Чай=овчилик хужуми – бу анча кенг тар=алган фав=улодда ходиса. Бу шолга жашонда ынлаб фиксирланган курслар дуч келган (шунингдек 11 октябрь 1998 йил – «+ора сешанба» даги Россия рубли щам). +ис=а муддатли исти=болдаги чай=овчилик хужуми и=тисодиётга катта зарар келтиради; миллий =имматбахо =о\озлар котировкасини тушиши, миллий валютанинг девальвация =илиниши, инфляция босимининг ортиши. Бош=а томондан эса - кучсиз валютага чай=овчилик хужумини амалга оширувчи кыпчилик иштирокчиларни табиий яшаш мухитида фа=атгина кучсиз жониворларга хужум =илиб популяцияни осонгина тартибга солувчи быриларга ыхшатиш мумкин. Ха=и=атдан щам, монетар хукумат номувофи= валюта курси сиёсатини ытказса, хорижий валюта курси паслашини химоя =илиб резервлар сарфлайди ва улар ызини-ызи «Жашон молия акулалари» хужуми остига =ыядилар.

Мазкур маърузада биз чай=овчилик хужумининг асосий макро ва микро томонларини кыриб чи=амиз. Дастлаб биз биринчи ва иккинчи авлод чай=овчилик хужуми деб номланувчи монетар моделларни кыриб чи=амиз. Макрои=тисодий омилларнинг батафсил тахлили учун ривожланаётган и=тисодиёт моделга анча мос тушиши Дорнбушнинг чала щаракатчан капитал ва фиксирланган курс моделидан фойдаланамиз. Фиксирланган курсдаги и=тисодиётга шокларнинг таъсири хусусиятларини кыриб чи==андан сынг, валюта курсига хужум эхтимоли былиб турган вазиятда валюта бозори иштирокчиларининг щаракатлари тахлилига киришамиз.

### **Чай=овчилик хужумининг макрои=тисодиёти**

Биз бу бобда фиксирланган валюта курсига Марказий банк олтин валюта резервларининг етишмовчилигидан келиб чи=адиган вазият сабабларини муҳокама =иламиз.

### **Чай=овчилик хужумларининг биринчи авлод модели**

Биз бу муҳокамамизни чай=овчилик хужумининг биринчи авлод моделидан бошлаймиз. Мазкур авлод Krugman, Flood and Gurber, Blanco and Gurber ларнинг ишларида дастлаб пайдо былган ва ызида тылов баланснинг монетар модели ва эгилувчан нархлардаги монетар моделлар элементларини мужассамлаштирган. Валюта ин=ирозларининг асосий омили былиб ички кредитнинг и=тисодиётда пулга былган талабга нисбатан тез ысиши хисобланади. Бу эса фиксирланган курс шароитида инвесторларнинг хорижий активларга инвестиция =илиш ма=садида Марказий банкдан хорижий валюта сотиб олишга олиб келади. =ачонки Марказий Банк олтин-валюта резервлари тамом былганда, жорий фиксирланган валюта курсидан воз кечишга олиб келувчи чай=овчилик хужуми келиб чи=ади. Мазкур моделлар =уйидагиларга имкон беради.

- ✓ Хорижий валютани етарлича баҳоламаслик ёки орти=ча баҳолаб юборишлик ха=ида хулоса чи=ариш учун яширин валюта курси (shadow exchange rate) ни хисоблаш. Хужум фа=атгина хорижий валюта етарлича баҳоланмаганда ва эркин сузиб юрувчи курсга ытиш валюта курсини ысишига олиб келганда мувоффа=иятли былади.
- ✓ Кенг тар=алган эмпирик (амалий) ха=и=ат – кыпинча фиксирланган валюта курсидан воз кечишга олиб келувчи чай=овчилик хужуми Марказий Банк захиралари батамом тугагунча содир былишини исботлаш.

Биринчи авлод моделларининг \ояларини ёритишда биз Agenor, Bhandari and Flood нинг озро= ызгартирилган моделини батафсил кыриб чи=амиз.

**Моделнинг назарий асослари:**

- ✓ Унча очи= былмаган и=тисодиёт
- ✓ Фиксирланган валюта курси:  $s_t = \text{€}$
- ✓ Фиксирланган ЯИМ:  $y_t = y$
- ✓ Детерминистик (абдий бо\ланишга оид) дунё + рационал кутишлар = мукамал башоратлари:  $\dot{s}_t^e = E_t \dot{s}_t = \dot{s}_t$
- ✓ SR даги харид =илиш =обиятининг мутло= паритети:  $s_t = p_t$   
 $p^*_t = 0$
- ✓ +опланган фоиз паритети:  $i_t = i^*_t + E_t \dot{s}_t$

Барча кичик харфлар катта харфларнинг логарифмига ты\ри келади, фоиз ставкалари ва коэффициентлари бундан истисно.

✓ Пулга былган талаб:  $m_t - p_t = \alpha_1 \cdot y - \alpha_2 \cdot i_t$  (1)

✓ Эгилувчан нархлар:  $p_t = m_t - \alpha_1 \cdot y + \alpha_2 \cdot i_t$

✓ Пул таклифи:  $M_t = IC_t + GCR_t$  (2)

Бунда  $IC_t$  – Марказий банкдан шукуматга ва тижорат банкларига берилган ички кредит (internal credit),  $GCR_t$  – Марказий банк олтин валюта резервлари.

- ✓ Пул мультипликатори бирга тенг.
- ✓ Ички кредит ызгармас ысиш суратларида ысади.  $\frac{\partial IC_t}{\partial t} = \mu > 0$

**Олтин валюта резервлари динамикаси.**

Пулга талаб технологияси PPP ва UIP паритет шартларини бийи сода  
 былиши учун  $i^*_t = 0$  ва  $y = 0$  деб олиб, пулга талаб тенгламасини ёзамиз.

$$m_t - s_t = -\alpha_2 \cdot \dot{s}_t$$

(3)

$\dot{s} = 0$  былгани учун, фиксирланган валюта курсида пулга талаб  
 фиксирланган. Нархлар даражаси PPP га мувофиқ доимо фиксирланган  
 валюта курсига тенг былгани учун  $p_t = \text{€}$  пулнинг умумий таклифи ҳам  
 ызгармаслиги керак. Аммо биз Марказий Банк ички кредитлари  $IC_t$   
 андайдир ёсиш сурати  $\mu$  билан ёсишни киритдик. Бу пул таклифининг  
 2-компоненти олтин-валюта резерви  $GCR_t$  исариши кераклигини  
 англатади. Буни кырсатамиз. (3) дан пул массаси  $-m_t$  ни ифодалаб, (2) га  
 бийи, олтин-валюта резервларининг ызгариш онуни олиш мумкин.

$$GCR_t = \text{€} - IC_t$$

(4)

(4) ни шариккала хадини  $GCR_t$  га былиб, ҳамда ва  $t$  (t) быйича  
 дифференциаллаб, олтин-валюта резервларининг ёсиш суъратини оламиз.

$$\frac{\partial GCR_t}{GCR_t \cdot \partial t} = -\frac{\partial IC_t}{IC_t \cdot \partial t} \cdot \frac{IC_t}{\text{€} - IC_t} = -\mu \cdot \frac{IC_t}{\text{€} - IC_t}$$

(5)

Ички кредитлар ёсишига кыра, олтин-валюта резервлари камаяди:  
 агентларда Марказий Банк хорижий активлар сотиб олиш учун  
 йыналтирилган ички кредитларни кенгайтириш хисобига муомалага  
 чаирилган пуллар ортича былиб олади ва ыз навбатида Марказий  
 Банк олтин-валюта резерви бышаб олади. Бунда олтин валюта резервлари  
 пасайиши суърати ички кредитлар ёсиши хисобига ошишини яол  
 кыришимиз мумкин.

Олтин валюта резервлари пасайиши хисобига, Марказий Банкнинг  
 фиксирланган валюта курсини химоя илиш имкониятлари быйича

позицияси заифлашади, лекин бу энг асосий эмас. Хужумнинг асосий шаракатга келтирувчи былиб фиксирланган ва яширин валюта курсларининг ызаро нисбати хисобланади.

### ***Хорижий валютани яшириш курси.***

Чай=овчилик хужуми фа=атгина хорижий валютанинг яширин курси  $S_t^{sh}$  фиксирланган курсдан ю=ори былганда содир былади:  $S_t^{sh} > \text{€}$

**Чай=овчилик хужумининг бошланиш шарти (6)**

**Хорижий валютанинг яширин курси** деб агар чай=овчилар томонидан Марказий Банкнинг олтин валюта резервларини тугатиш уддалаганда ва Марказий Банк курсни эркин сузиб юрувчи курсга =ыйиб юборганда, жорий и=тисодий шароитда былиши мумкин былган валюта курсига айтилади.

Агар сайловчилар бир =анча ва=т мобайнида мувоффа=иятли чай=овчилик хужуми олиб борганларида, Марказий Банкнинг барча резервлари тугаган былиши ва пул массаси фа=атгина ички кредитдан ташкил топиши тушунарли холатдир:  $GCR_{t_{SA}} = 0$ , бунда  $t_{SA}$  чай=овчилик хужуми содир быладиган ва=т моменти.

Шунинг учун, **яширин пул массаси** деб биз жорий ва=т моментидаги ички кредитлар  $IC_t$  хажмига айтамыз.

Яширин пул массаси асосида яширин валюта хисоблаш мумкин.

Яширин пул массасини ысиш суьрати  $\dot{m}_t = \frac{\partial IC_t}{IC_t \cdot \partial t} = \mu$  ни ташкил =илгани боисдан, (3) га мувофи= яширин валюта курси =уйидагидан иборат:

$$s_t^{sh} = m_t^{sh} + \alpha_2 \cdot \mu$$

(7)

Ва  $m_t^{sh} = ic_t$  былгани учун (7) ни уйидаги кыринишда ёзиш мумкин:

$$s_t^{sh} = ic_t + \alpha_2 \cdot \mu$$

(7а)

(7а) дан ички кредитлар ысиш шароитида хорижий валютанинг яширин курси фиксирланган курс билан Марказий Банкнинг барча резервлари тугашидан аввал тенглашиши келиб чи=ади.

Ща=и=атан, чай=овчилик хужуми ва=тида:

$$\text{£} = \ln(IC_t + GCR_t) = s_t^{sh} = \ln(IC_t) + \alpha_2 \cdot \mu \quad \text{бунда } t=t_{SA}$$

(8)

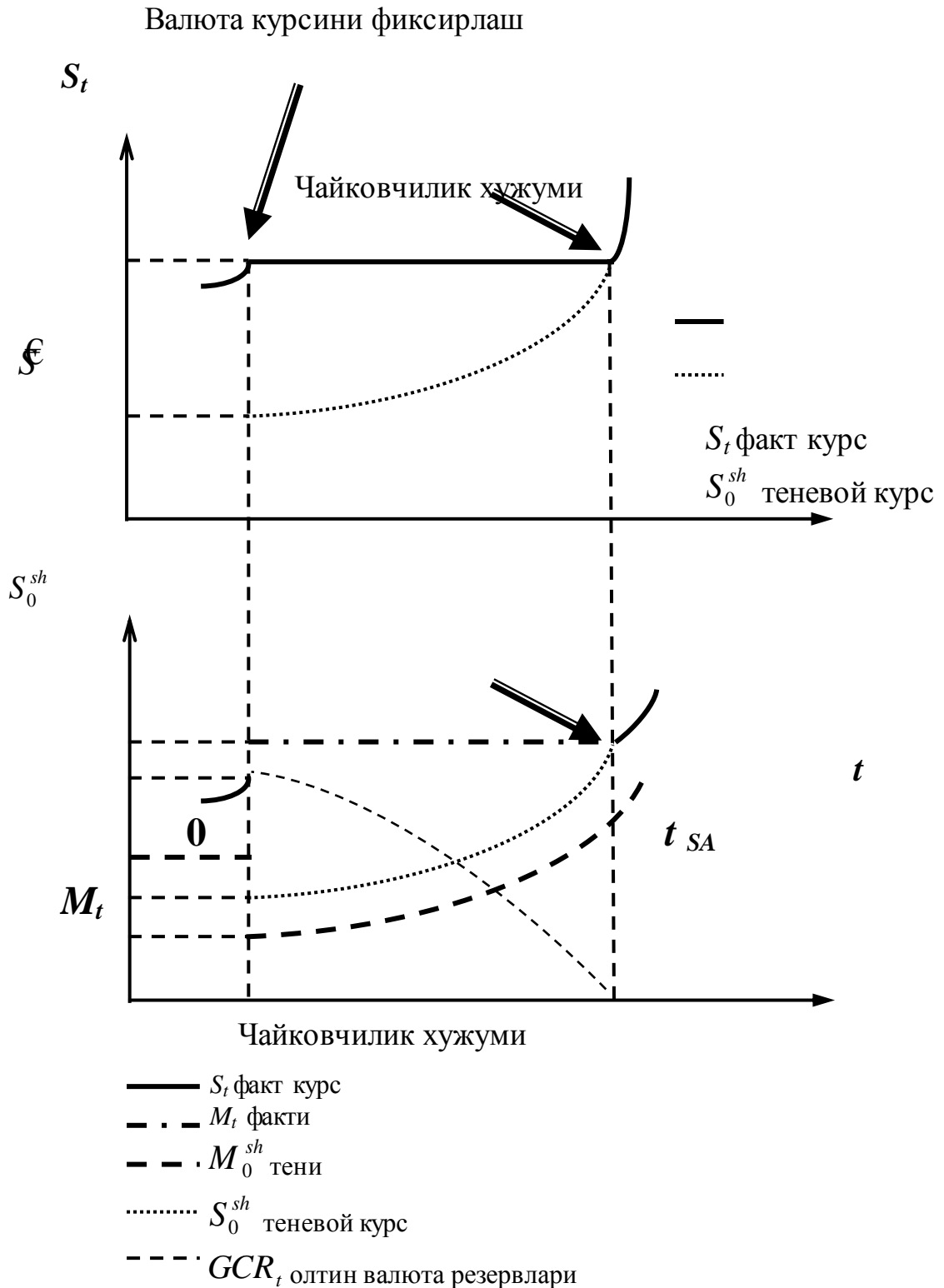
(8) дан ты\ридан-ты\ри  $GCR_t > 0$  эканлиги келиб чи=ади. Чай=овчилик хужумини графикда ифодалаймиз. Бунинг учун Марказий Банкнинг аввал эркин сузиб юрган курсни маълум ва=тда  $t=0$  былганда фиксирлашини киритамиз. Фиксирлашга =адар пул массаси маълум ми=дордан ички кредит ва олтин валюта резервларидан иборат:

$$M_0 = IC_0 + GCR_0$$

Фиксирлашдан кейинги агентлар миллий активларни фаол сотиб олиш ва Марказий Банкга хорижий валютани сота бошлайдилар ҳамда Марказий банк олтин валюта резервлари тыла бошлайди. 1-расмда фиксирлаш ва=тида  $GCR_t$  ва  $M_t$  хам сакрашини кыришимиз мумкин. Мазкур сакрашнинг (3) тенгликнинг ынг томони «айби» билан эканлигини яна бир бор таъкидлаймиз: пулга былган талабнинг фоиз ставкаси ҳамда UIP ор=али кутилаётган валюта курси ысишига бо\ли=лиги.



**Чайковчилик хужуми ва фиксацияси ва тиди пул массаси ва  
валюта курсининг пайдо булиши**



Бу модел чай=овчилик хужуми ва=тини кырсаишга ёрдам беради. Бунинг учун эса олтин валюта резервларининг жорий захираси, ички кредит (яширин пул массаси) ызгариши динамикаси хамда пулга былган талабнинг фоиз ставкасига =анчалик бо\ликлигини кыриш мумкин:

- Марказий банк олтин валюта резервлари захираси =анчалик кып былса, фиксирланган курс «коллапси» хам шунчалик кейин содир былади.
- Ички кредит =анчалик ысса, яъни олтин валюта резервлари тез сотилса, чай=овчилик хужуми хам шунчалик я=ин.
- Пулга талаб фоиз ставкасига =анчалик заиф бо\ланса, хужум хам шунчалик =ийин былади.

### **Иккинчи авлод чай=овчилик хужуми моделлари**

Биз бу моделларни батафсил ёритмай, балки уларнинг энг ажралиб турувчи хусусиятлари ва асосий \ояларини кырсатамиз. Иккинчи авлод моделларининг асосий \ояси Марказий Банкнинг ыз сиёсати билан хужум былиши мумкин ё мумкин былмаган жойда хам найранг ишлатиб мувофа=итга эришиши мумкинлигини кырсаиш беришдан иборат. Flood and Marjion лар ыз асарларида =имматли хулоса келтирганлар. Уларнинг сызлари быйича, 1-авлод моделларида Марказий Банкнинг мувофи=лашмаган сиёсати и=тисодиётга хужумга олиб келиши мумкин; 2-авлод моделларида эса Марказий Банкнинг хужум олдидан режалаштиришга мувофи= келувчи сиёсати хам, и=тисодиётни валюта кризиси (ин=ирози) га я=инлаштириши мумкин.

Марказий Банкнинг ыз шаракатлари билан хужуми я=инлаштиришнинг дастлабки мисоли пул массаси стерилизациялаш тахлилини чай=овчилик хужуми пайтида амалга ошириши хисобланади.

***Пул массасини чай=овчилик хужуми пайтида стерилизация =илиш.***

Маълумки, чай=овчилик хужуми ва=тида йы=отилган резервларнинг салбий о=ибатларини бартараф этишда и=тисодиётдаги пул массасини камайтиришни айрим мамлакатларда пул массасини стерилизациясини ытказиш йыли =ылланилган. Бизнинг схемамизда стерилизация Марказий Банкнинг ички кредитни хужум пайтида олтин валюта резервлари камайиши емирилиш даражаси былганда сакраш билан оширишини англатади. Бунда пулнинг жами таклифи ызгаришсиз =олади.

Стерилизациянинг ма=сади, шубхасиз, манфаат учун, лекин фиксирланган курс учун бу умуман салбий о=ибатларга олиб келади: спекулянт чай=овчилик хужуми пайтида Марказий банк пул массасини стерилизация =илишни билган захотиё= валюта курси чай=овчилик хужумига дучор б=лади.

Гап шундаки, хужумни стерилизация =илишда исталган ва=тда яширин пул массаси пул массасининг жорий =ийматига тенг былади. Бу Марказий банкнинг хужум жараёнидаги олтин валюта резервларининг йы=отилишини ички кредит хажмини худди ыша ми=дорда ошириш ор=али ырнини тылдиришлиги хисобига былади.

$$\Delta GCR_{t_{SA}} = -\Delta IC_{t_{SA}} \Rightarrow m_t^{sh} = m_t$$

(9)

Лекин  $\epsilon = m_t$  ва  $s_t^{sh} = m_t^{sh} + \alpha_2 \cdot \mu$  былгани учун, (9) формулани щисобга олган щолда фиксирланган курснинг щар =андай даражасида ва исталган пайтда  $s_t^{sh} > \epsilon$  ва курс оний щужумга учрайди.

**Хулоса:** Чай=овчилар щужум пайтида валюта курси стерилизацияси амалга оширилишини билмасликлари керак.

### **Иккинчи авлод моделларида муозанатларнинг кыплиги**

Биринчи ва иккинчи авлод моделлари фар=ини ифодаловчи бош=а бир оддий мисол, Flood and Marion нинг биз тарафдан ю=орида айтиб

ытилган моделга асосланувчи айнан ыша ма=оласидаги мисол хисобланади.

Тасаввур =иламиз, Марказий банк хужум пайтида ички кредит ысиш суратини ызгартиради: хужум былмаса, ички кредит -  $\mu$  ысиш суръатида ысишда давом этади, агар чай=овчилик хужуми содир былса, Марказий банк пул массасининг ысиш суръатини -  $\mu' > \mu$  гача оширишга мажбур былади. Янада я==олро= былиши учун  $\mu = 0$  деб оламиз ва  $\mu' > 0$  былади.

Унда ю=оридаги тахлилга кыра чай=овчилик хужуми

$$s_t^{sh} \geq \epsilon \Rightarrow \ln(IC_t) + \alpha_2 \cdot \mu' \geq \ln(IC_t + GCR_t)$$

(10)

былганда содир былади.

Лекин энди,  $IC_t$  ички кредит =иймати (10) хужум шартини бажарса хам хужум содир былмайдиган вазиятни кыришимиз мумкин.

Ха=и=атдан хам агар агентлар хужум мувофа=иятли былишига ишонмаса, биринчи =адам ташлаб борадиган етакчилар былмаса, и=тисодиёт ички кредитнинг бундай фаолиятида хам хужумга учрамаслиги мумкин, яъни «мылжал остида» былади.

И=тисодиётда чай=овчилар оммаси таркибига бо\ли= холда мувозанатнинг кыплиги вазияти содир былиши мумкин: ё хужум содир былади (чунки бунга хамма асослар етарли, хужум муваффа=иятли былса, иштирокчилар яхшигина фойда билан чи=ади), ё содир былмайди (агар хеч ким таваккал =илиб, биринчи =адамни ташламаса). Агар спекулянтлар орасида Жорж Сорос сингари йирик ыйинчилар былса, и=тисодиётга хужум былиш эхтимоли кып. Агар агентлар тар=о= ва кичик хажмли мабла\га эга былсалар, муваффа=иятсиз хужум унинг сабабчилари быйнига тушганлиги сабабли и=тисодиёт хужум «мылжали остида» узо=

=олиши мумкин: хамма ыз хамкорларининг бирлашиши ва ыз рискига бормаслик учун ишораларни кутиб туради.

Кыришимиз мумкинки, Марказий банк ыз сиёсатини ызгартириш, хужум былиш былмаслиги валюта бозори таркибини еча олганда, мувозанатларнинг кыплигига олиб келади.

### ***Биринчи ва иккинчи авлод моделларининг чекланганлиги***

Ушбу моделларнинг камчилиги нарх эгилувчанлиги \оясининг =ис=а муддатли даврда ишлатилишидир. Бу \оя кыпро= узо= муддатли жараёнлар ва Марказий банк олтин валюта резервлари тугаб =олишининг макро сабабларини тахлил =илишда анча =ыл келади. Чай=овчилик хужуми жараёнини хам я=инро=дан кузатишни та=озо этади. Бизнинг кейинги тахлилимиз чай=овчилик хужумини капитал ва хорижий валюта бозорида янада ани=ро= кузатиш имконини берувчи, =атти= нархларга асосланган моделда былади.

#### **+атти= нархлардаги моделда чай=овчилик хужуми.**

Энди биз олтин валюта резервлари пасайишини регрессион кутилишлар ва чала щаракатчан капиталга асосланган Дорнбуш модели ну=таи назаридан кыриб чи=амиз. Чала щаракатчан капиталнинг бу моделларда ишлатилишининг сабаби чай=овчилик хужумига учраган кыплаб ривожланаётган мамлакатларда капиталнинг мамлакат таш=арисига ва мамлакат ичкарисига кычиши маълум чекланишларга эга былган. Ривожланаётган мамлакатлар таш=и дефолт эхтимолига эгалиги сабабли одатда инвесторларни унчалик ызига тортмаслиги фактини хисобга олиб молиявий активлар бозоридаги мувозанат шартини миллий активларга инвестиция =илиш rischi учун мукофотни =ышиб хисоблаб ёзамиз. Дорнбуш моделининг ызи фиксирланган валюта шароитида эркин курсдагидан бош=ачаро= хусусиятга эга.

Биз бу ерда моделга ю=орида тыла тавсиф берилганлиги боис, у ха=да гапирмаймиз, балки моделнинг фиксирланган курсдаги асосий фар=лари ва янги =ирраларига тыхталамиз.

### ***Дорнбуш моделининг асосий тенгламалари***

Эслатиб ытамыз, моделнинг асосий тенгламалари пулга былган талаб, неъматларга былган талаб, кутишнинг регрессион схемаси хисобланилади.

$$m^d - p = \alpha_1 \cdot y - \alpha_2 \cdot i \quad \text{пулга талаб} \quad (11)$$

$$ad = \beta_0 + \beta_1 \cdot (s - p + p^*) + \beta_2 \cdot y - \beta_3 \cdot i \quad \text{мащсулотларга талаб} \quad (12)$$

$$\dot{s}^e = \theta \cdot (\bar{s} - s) \quad \text{кутиш схемаси} \quad (13)$$

Пул ва молиявий активлар бозорининг муозанат шарти курс  $s = \text{€}$  =илиб фиксирланганлиги ва инвесторлар миллий активлар учун риск мукофоти  $rp_d$  талаб =илишини хисобга олган холда аввалгидай =олади.

$$i = \frac{\alpha_1}{\alpha_2} \cdot y - \frac{1}{\alpha_2} \cdot (m - p) \quad \text{пул бозори мувозанати} \quad (14)$$

$$\dot{p} = \gamma \cdot (ad - y) \quad \text{мащсулотлар бозори мувозанати} \quad (15)$$

$$\dot{B}^* = -\beta \cdot (i - (i^* + rp_d)) \quad \text{молиявий активлар бозори мувозанати} \quad (16)$$

Бунда  $\dot{s}^e = \theta \cdot (\bar{s} - s) = 0$ ,  $rp_d$  – миллий активларга риск мукофоти,  $\dot{B}^* = -KA$  - мамлакатнинг соф хал=аро позициясининг ызгариши.

Янада ани= былиши учун соф экспорт самарасининг фоиз ставкалари самарасидан кучли былган холатни оламиз:  $\alpha_3 > \frac{\beta}{\alpha_2}$ , бу эса валюта молия сегменти мувозанат чизи\и  $AM$  нинг ижобий томондан олиб келишга олиб келади.

### ***Дорнбуш моделининг фиксирланган курсдаги хусусиятлари***

Валюта бозори мувозанати тенгламаси энди умуман бош=ача щаракат =илади.

$$\alpha_3 \cdot (\epsilon - p + p^*) + \beta \cdot (i - (i^* + rp_d)) - \dot{GCR} = 0$$

(17)

Агар аввал Марказий банкнинг резервларни бош=ариш сиёсати бирламчи былган ва унинг асосида мувозанат валюта курси ани=ланган былса, энди роллар ызгаради: Марказий банк фиксирланган валюта курси  $\text{€}$  ырни=атади;  $GCR$  олтин валюта резервларининг ызгариши эса ырни=атилган  $\text{€}$  курсга бо\ли= холда икки мамлакат товар ва молия активлар бозоридаги о=имга кыра ани=ланади.

Бош=а томондан катта ахамиятга эга былган нарса пул массаси ва олтин валюта резервлари ыртасидаги бо\ли=лик хисобланади. Буни хали ырта муддатли даврда хам инкор этиб былмайди:  $M = GCR + IC$  олтин валюта резервларининг ысиши и=тисодиётда пул массасининг ызгариши ва ыз навбатида асосий макро кыр=аткичларни ызгаришига олиб келади. Бу кыр=аткичлар эса олтин валюта резервлари ысиш суръатига таъсир =илади. Кейинро= бундай тескари бо\ли=лик хисобига фиксирланган валюта курсидаги тизим мувозанат холатга келишини кырамыз.

Интуиция шуни кыр=атадики, агар тизим эркин сузиб юр=увчи курсда бар=арор былган былса, лекин олтин валюта резервлари белгиланган сиёсат остида былса, у белгиланган курс ва сузиб юр=увчи резервларда хам бар=арор былади.

Айтиш мумкинки, пул массаси ва олтин валюта резервлари ыртасидаги ю=оридаги бо\ли=лик натижасида олтин валюта резервларилари охири мувозанат даражасига чи=ади. Сынгра улар ызгармайди:  $\dot{GCR} = 0$  тизим мувозанатнинг параметрларини жуфт дейиши мумкин: нархлар даражаси  $p$  ва олтин валюта резервлари захираси  $GCR$ .

Энди агар олтин валюта резервлари тизимнинг экзоген параметрларига бо\ли= эндоген катталиқ хисобланади, экзоген шоклар олтин валюта резервларининг мувозанат хажмига таъсир =илиши мумкин,

баъзи шоклар эса олтин валюта резервларининг тушиши ва чай=овчилик хужуми холатига олиб келиши мумкин.

***Марказий банк олтин валюта резервларининг камайиши сабабларининг тахлили.***

Дорнбуш моделида нархлар ва олтин валюта резервлари мувозанат хажмига таъсир кырсатувчи бир =анча экзоген кырсаткичлар бор.

- Мамлакат ЯИМ даражаси  $y$
- Хорижий фоиз ставкаси  $i^*$
- Миллий активлар рискени мукофоти  $r_p$
- Хорижий нархлар даражаси  $p^*$

Яна хисобга олиш лозим былган омилларга =уйидагиларни киритиш мумкин:

- Фиксирланган валюта курси динамикаси  $\text{€}$
- Марказий Банк ички кредит хажми  $IC$

Дастлабки шоклардан бири (ЯИМ нинг камайиши) ни график усулда тахлил =иламиз, кейин эса умумий тарзда Марказий банк олтин валюта резервларининг мувозанат хажмининг ю=орида санаб ытилган экзоген кырсаткичларга бо\ли=лигини ифодалаймиз ва чай=овчилик хужуми былиши эхтимолини ани=лаймиз.

*Ишлаб чи=арилган ЯИМ камайишининг график тахлили.*

ЯИМ нинг ысиши Марказий банк олтин валюта резервларининг ысишига ва мос равищда камайиши олтин валюта резервлари сотилишига хамда чай=овчилик хужуми олиб келиши мумкинлигини кырсатамиз.

ЯИМ тушишига тизим реакциясини графикда ифодалаймиз.

Графикда ЯИМ камайиши кырсатилган. Тизимнинг дастлабки холати:  $A$  ну=та, унда олтин валюта резервлари ызгармайди деб тахмин =илинади:  $G\dot{C}R = 0$ , бутун тизимнинг ызи эса мувозанатдадир.

ЯИМ нинг  $y'$  даражасига пасайишидан кейин олтин валюта резервлари ысиш суръати 0 га тенг былганда мувозанат ну=та  $B$  ну=тага

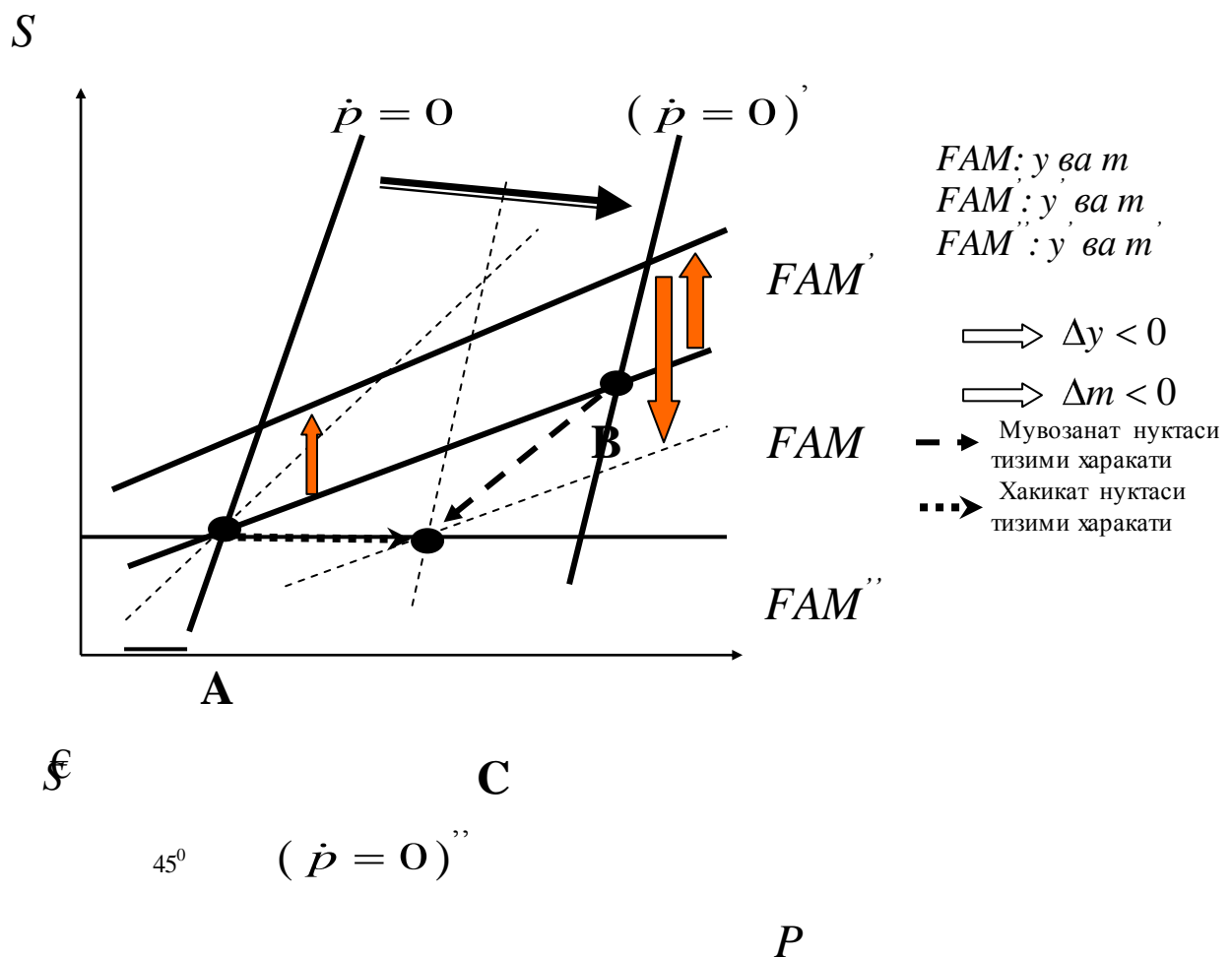


ытади. Валюта бозори мувозанатга келиши учун, фиксирланган курс шароитида, Марказий банк олтин валюта резервларини сота бошлайди:  $\Delta n = \text{тадаги шокдан кейин} = \text{GCR} < 0$ .

Сабаби ЯИМ камайиши ортиб келишида пулга бўлган талаб шам тушади. Бу эса молиявий активлар нархининг ошишига, яни фоиз ставкалари тушишига олиб келади. Паст ставкалар инвесторларни миллий активларнинг маълум қисмини сотишга ва хорижий активлар сотиб олишга ундайди:

2-чизма.

**Марказий банк олтин валюта резервларини йиғиштиришида фиксирланган курсда ЯИМ нинг камайиши**



хорижий валюта бозорида катта харид оими пайдо былади, уни эса Марказий банк ыз олтин валюта резервлари хисобига ондириши керак.

Бу ерда ва кейин мувозанат чизи\и  $FAM \dot{GCR} = 0$  холати учун чизилган. Фиксирланган курс холатида  $FAM$  эгри чизи\и ыз ырнени валюта бозори мувозанат эгри чизи\ига бышатади: у фаат олтин валюта резервларининг ысиш сурати баъзи бир эталон катталиклар (бизнинг мисолда  $\dot{GCR} = 0$ )га тенг былгандаги валюта курси нархлар даражасининг бирлигини кырсатади. Аграр итисодиётни характерловчи нута жорий эгри чизида  $FAM$  жойлашган былса, Марказий банк олтин валюта резервларини сотишга мажбур былади,  $FAM$  эгри чизи\идан юорида былса, Марказий банк олтин валюта резервларини тылдиради.

Ваит ытиши билан нархлар даражаси ысишни бошлайди:  $A$  нутада  $p > 0$  былса, ва итисодиётнинг щаиий щолати нутаси  $\text{€ты\ри}$  чизи\дан ынг томонда былади (чизмадаги кык ранг учбурчак стрелкалар). Олтин валюта резервлари тушиши эса пул таклифининг аста-секин пастлашишини билдиради: тизимнинг мувозанат нутаси  $B$  нутадан  $45^\circ$  бурчак остида чапга пастга ызгаради (=изил учли стрелкалар).

Щаракат хаиий нута мувозанат нута билан учрашганда тыхтайди. Бу  $B$  нутада содир былади. Кыриниб турибдики,  $B$  нутада нархлар ысишдан тыхтайди  $p = 0$ , олтин валюта резервлари эса пасайишдан тыхтайди, шамда  $\dot{GCR} = 0$  янги анча паст даражада барарорлашган.

Худди шу каби мухокама илиб, олтин валюта резервларига бошва экзоген омиллар таъсирини тахлил илиш мумкин. Энди биз, пул массасига таъсир илувчи экзоген кыркаткичларнинг мидорий бащосини берамиз.

*Олтин валюта резервлари экзоген шоклар таъсирида ызгаришининг мидорий тахлили.*

Бундай тахлил ытказиш учун машсулот ва валюта бозори мувозанати щолатида нархлар даражасига пул массаси учун ани тенглама ёзиш керак.

Мувозанат ставка (14) ни ялпи талаб (12) га =ыйиб ва булар шаммаси товар (машсулот) бозори мувозанати шароитида былганда, машсулот бозоридаги мувозанат нарх даражасини ифодалаш мумкин:

$$p|_{\dot{p}=0} = \frac{\beta_3}{\beta_3 + \beta_1 \cdot \alpha_2} \cdot m - \frac{(1 - \beta_2) \cdot \alpha_2 + \beta_3 \cdot \alpha_1}{\beta_3 + \beta_1 \cdot \alpha_2} \cdot y + \frac{\beta_1 \cdot \alpha_2}{\beta_3 + \beta_1 \cdot \alpha_2} \cdot \left( \frac{\beta_0}{\beta_1} + \text{€} + p^* \right)$$

(18)

Олтин валюта резервлари пасайиши тыхтайдиган, пул массаси даражасини мувозанат ставка (14)ни  $G\dot{C}R = 0$  былганда (17а) шартини =ыйиб олиши мумкин.

$$m|_{G\dot{C}R=0} = \left( 1 - \frac{\alpha_3}{\beta/\alpha_2} \right) \cdot p + \alpha_1 \cdot y + \frac{\alpha_3}{\beta/\alpha_2} \cdot (\text{€} + p^*) - \alpha_2 \cdot (i^* + rp_d)$$

(19)

Ва нищоят, (18)ни (19)га =ыйиб, экзоген омилларга бо\ли= шолда пул массасини мувозанат ми\дорини топиш мумкин.

$$\bar{m} = \frac{B}{A} \cdot y - \frac{\alpha_2}{A} \cdot (i^* + rp_d) + \frac{C}{A} \cdot (\text{€} + p^*)$$

(20)

+аерда:

$$A = 1 + \frac{\alpha_3 - \beta/\alpha_2}{\beta/\alpha_2} \cdot \frac{\beta_3}{\beta_3 + \beta_1 \cdot \alpha_2} > 0, B = \alpha_1 + \frac{\alpha_3 - \beta/\alpha_2}{\beta/\alpha_2} \cdot \frac{(1 - \beta_2) \cdot \alpha_2 + \beta_3 \cdot \alpha_1}{\beta_3 + \beta_1 \cdot \alpha_2} > 0$$

$$C = \frac{\beta_1 \cdot \alpha_2}{\beta_3 + \beta_1 \cdot \alpha_2} + \frac{\alpha_3}{\beta/\alpha_2} \cdot \frac{\beta_3}{\beta_3 + \beta_1 \cdot \alpha_2} > 0.$$

Ишлаб чи=арилган ЯИМ =анчалик кып былса, хорижий нархлар  $p^*$  ва фиксирланган валюта курси  $\text{€}$  даражаси =анчалик баланд, хорижий % ставкаси  $i^*$  =анчалик паст былса, риск мукофоти  $rp_d$  =анчалик паст былса,

мувозанат пул массаси даражаси  $\bar{m}$  шам шунчалик баланд шамда ички кредит  $IC$  нинг доимий даражасида олтин валюта резервлари захираси шунчалик кып былади.

Ва нищоят охирги хусусият барча экзоген ызгарувчилар ор=али  $\bar{GCR}$  – олтин валюта резервларининг мувозанат даражасини ифодалаймиз:

$$\ln \bar{M} = \ln(IC + \bar{GCR}) = \frac{B}{A} \cdot y - \frac{\alpha_2}{A} \cdot (i^* + rp_d) + \frac{C}{A} \cdot (\mathcal{E} + p^*)$$

$$\bar{GCR} = \exp\left[\frac{B}{A} \cdot y - \frac{\alpha_2}{A} \cdot (i^* + rp_d) + \frac{C}{A} \cdot (\mathcal{E} + p^*)\right] - IC$$

(21)

(21)га мувофи= уйдаги омиллар Марказий банк олтин валюта резервлари йы=отишига олиб келиши мумкин:

1. ЯИМ хажмининг тушиши  $y$
2. Хорижий даромадлиликнинг ошиши  $i^*$
3. Миллий активлар учун риск мукофотининг ысиши  $rp_d$
4. Хорижий нархлар даражасининг даражасининг тушиши  $p^*$
5. Марказий банк фиксирланган валюта курсининг тушиши  $S^{\wedge}$
6. Марказий банк ички кредитининг ысиши  $IC$

Фиксирланган валюта курсида жорий олтин валюта резервларининг мувозанат даражасидан паст былиши ва унга ижтимоий шолатида, чай=овчилик хужуми былиши мумкин, шунинг учун хужумни санаб ытилган валюта шокларининг =айсидир бири ё уларнинг комбинацияси келтириб чи=ариши мумкин.

*Хорижий валютанинг яширин курси.*

Шундай =илиб, хужум бошланиши шарти олтин валюта резервларининг мувозанат даражасидан пасайишига олиб келувчи =андайдир экзоген омилларнинг ызгариши былиб щисобланади.

Хужум бошланишининг иккинчи мухим шarti фиксирланган курсдан яширин валюта курсининг кытарилиб кетишидир. Яширин валюта курси андай ани=ланишини кыриб чи=амиз.

Бунинг учун 2 шарт керак:

1. Олтин валюта резервлари нолга тенглаштирилади ва пул массасини жорий ички кредитга тенг былади:  $m = \ln IC$

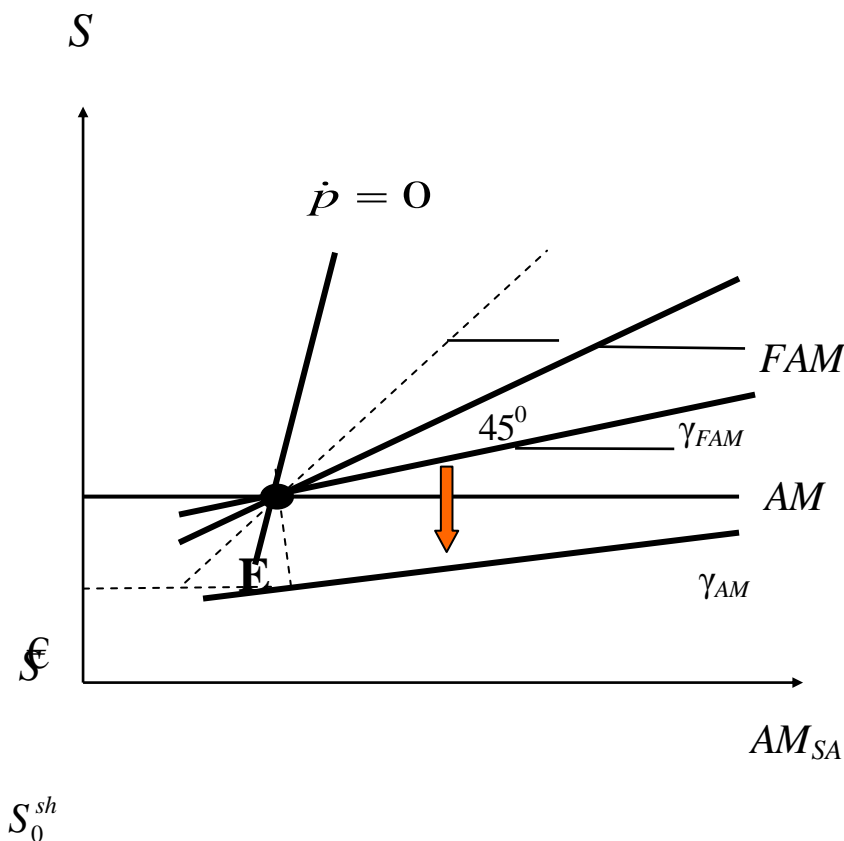
2. Жорий валюта курси  $\dot{GCR} = 0$ ,  $m = \ln IC$  ва жорий нархлар даражаси асосидаги валюта бозорини ис=а муддатли мувозанат ты\ри  $AM$  да былади.

Айтиш мумкинки, бунинг 2 шarti, фиксирланган курсда мувозанат шолатда былган и=тисодиётда олтин валюта резервлари мувозанат даражаси  $\overline{GCR} = 0$  дан паст былишига олиб келувчи экзоген шоклар содир былгандагина бажарилади.

$$\Rightarrow \Delta m = \ln(IC_0 + GCR_0) - \ln(IC_0)$$

3- чизма.

### И=тисодиётнинг бошлан\ич мувозанат шолати



## P

3-чизмада тизимнинг дастлабки мувозанат шолатини ифодалаймиз. Фиксирланган курс эгри чизи\и  $FAM$  ва сузиб юрувчи курс эгри чизи\и  $AM$   $E$  мувозанат ну=тасида келишади.

$FAM$  =иялиги бурчаги,  $AM$  =иялиги бурчаги катта:

$$tg\gamma_{FAM} = \frac{\alpha_3 - \beta / \alpha_2}{\alpha_3} > tg\gamma_{AM} = \frac{\alpha_3 - \beta / \alpha}{\alpha_3 + \beta \cdot \theta}$$

$FAM$  ва  $AM$  =иялиги бурчакларининг фар=ининг сабаби,  $FAM$  келиб чи=ишида фиксирланган курс ызгармаганлиги учун кутилиш  $\dot{s} = \theta \cdot (\bar{s} - s)$  щисобга олинмайди.

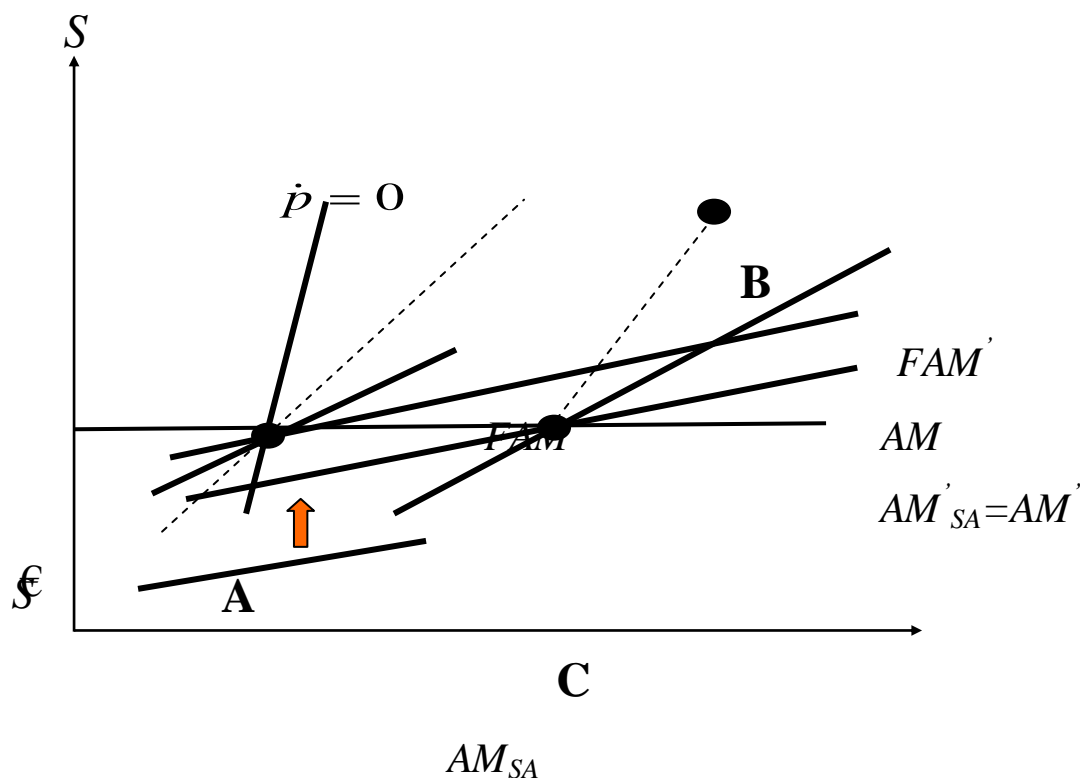
$AM_{SA}$  эгри чизи\и и=тисодиёт ызининг барча олтин валюта резервларини йы=отадиган чай=овчилик хужумидаги  $AM$  эгри чизи\ини кырсатади.

Мувозанат холатида  $s_0^{sh} < \bar{s}$ ,  $GCR_0 > 0$  олтин валюта резервларининг шар =андай =ийматида чай=овчилик хужуми былмайди.

Энди, чай=овчилик хужуми фа=ат натижасида олтин валюта резервлари мувозанат даражаси 0 дан паст быладиган экзоген шоклардагина содир былишини кырсатамиз. Бунинг учун шар =андай олтин валюта резервлари мувозанат даражаси  $\overline{GCR} \geq 0$  быладиган шокларда яширин курс щеч =ачон фиксирланган курсдан ысиб кетмайди.

4-расмда былиб ытган экзоген шоклар натижасида (ани=ро= былиши учун шок доимгидек ЯИМ тушиши былсин) олтин валюта резервлари 0 гача камайган.  $\overline{GCR}' = 0$  былган охирги холатни тасвирлаймиз.

**Шокда олтин валюта захираларини нолгача камайишининг реакция тизими**



$P$

С ну=тада  $AM'$  ва  $AM'_{SA}$  эгри чизи=ларининг сынгни мувозанат щолати мос тушади. Чунки хужум ва=тида пул массаси ызгармайди. Олтин валюта резервлари йы=отилмайди, сабаби улар алла=ачон 0га тенг. Тизимнинг А ну=тадан янги мувозанат щолати С га ытиш жараёнида  $AM'_{SA}$  эгри чизи\и ызгармайди ( $IC$  ызгармаганлиги учун). Шунинг учун хулоса =илиш мумкинки, шокдан кейино=  $\Delta y < 0$   $AM_{SA}$  эгри чзи\и  $AM'_{SA}$  щолатига сурилади (ты= яшил стрелка)

Нищоят  $AM'_{SA}$   $\text{€}$  ты\ри чизи\идан пастда ётгани учун чай=овчилик хужуми былмайди. Сабаби агентлар чай=овчилик хужуми ва=тида резервлар йы=отилиши, яширин курс фиксирлангандан паст былиши, фойда эса салбий былишини ты\ри бащолайдилар.

Агар олтин валюта резервлари мувозанат даражаси нолдан паст  
быладиган экзоген шоклар былганда,  $AM_{sa}$  эгри чизи\и доимо  $s_t^{sh} > \text{€}$  га  
эга былган жойни эгаллайди.

Былиб ытган шок =анчалик кучли былса, яширин курсни  
ифодаловчи  $AM'_{sa}$  эгри чизи= шунчалик ётади, хамда чай=овчилик  
бошлашга асослар шунчалик эрта келиб чи=ади (агар олтин валюта  
резервлари ми=дори кып былганда).

Хулоса.

Мухокамамининг хулосасини чи=арамиз:

1. Дорнбуш моделида чай=овчилик хужуми фа=атгина олтин валюта  
резервлари тугашини кафолатловчи экзоген шоклар былганда амалга  
оширилади (ёки олтин валюта резервлари ми=дорининг салбий,  
манфий холатида)
2. Бундай шок =анчалик кучли былса, олтин валюта резервларининг  
ми=дори кып былганда яширин валюта курси фиксирланган курсдан  
шунчалик ю=ори былади.

Биринчи ва иккинчи авлод моделларида муваффа=иятли  
чай=овчилик хужуми шарти анча содда тузилган: чай=овчилик  
секторининг Марказий Банк холатида хужумнинг чекланмаган  
имкониятларига эга эканлиги учун,  $s_t^{sh} > \text{€}$  шарти кучли  
соддалаштиришдир. Биз ундай =илмай, чай=овчиларнинг кучи (портфелек)  
чекланган хамда  $s_t^{sh} > \text{€}$  шартни =аноатлантирадиган хар =андай  
экзоген шаклларда Марказий банкни фиксирланган курсдан кечиктириш  
имкониятига эга эмаслар деб оламиз.

Чай=овчилик хужуми бошланишининг шартлари =андай былиши  
керак? Хужум иштирокчилари =андай фикр юритишлари лозим? Бу  
берилган саволларга кейинги бобда жавоб беришга щаракат =иламиз.

*Чай=овчилик хужумининг микро=тисодиёти.*



Мазкур бобда биз чай=овчилик хужуми пайтида агентлар щаракати моделини тузамиз. Бунинг учун валюта бозори ва унинг агентларини батафсил кыриб чи=иш керак.

Хорижий валюта бозори.

Чай=овчилик хужуми пайтида валюта бозорини ты\ри моделлаштириш учун дастлаб товар ва активлар бозоридаги нархлар шаклланишини кыриб чи=амиз.

+ис=ача товар ва активлар бозорида нарх шаклланиши ха=ида.

Маълумки, турли шароитларда харижий валютани товар сифатида хам, актив сифатида хам кыриш мумкин.

Товарлар бозори учун талаб ва таклифнинг етарлича *бар=арор о=ими* хосдир. Товар бозорида мувозанат талаб ва таклиф о=имлари хажми терминларида шаклланади, нарх эса бу о=имларни тенглаштириш учун ырнатилади.

Активлар бозорида бар=арор талаб ва таклиф о=ими йы=. Талаб ха=ида бу активларнинг тавсифига бо\ли= молиявий активларнинг барча захираси дейиш мумкин. Активлар бозорида бир ва=тнинг ызида талаб ва таклиф томонида турувчи чай=овчилар =атламининг мавжудлиги учун актив нархи хавотирли. Баъзида активлар бозорида шундай портлашлар былиши мумкин: маълум ва=т мобайнида талаб хажми катта, таклиф эса умуман былмайди. Бундай вазиятда актив нархи деярли щеч =андай битимсиз щам сакраши мумкин. Валюта бозори замонавий и=тисодиётда турли ва=тда товар бозори ва актив бозори хусусиятларини ызида акс эттиради.

+ачонки вазият анча бар=арор былиб, щеч =андай шокка солувчи янгиликлар бозори былмаса, унда валюта курси асосан жорий ва капитал операцияларининг талаб ва таклифи асосида шаклланади. Бу пайтда валюта, нархи талаб ва таклиф о=имига кыра ани=ланадиган товарга анча ыхшайди. Лекин бозорга шокка солувчи янгиликлар кириб келганда

ызларининг ис=а муддатли харид ва сотиш хажми билан талаб ва таклифнинг бар=арорлигини ызгартирувчи бир =анча чай=овчилар чи=адилар. Бу пайтда бозордаги нарх деярли экспортёрлар ва импортёрлар томонидан амалга оширилаётган валюта операцияларига деярли бо\ли= былмайди, шаммаси чай=овчиларнинг келгуси курсга нисбатан =андай фикрда эканлигига бо\ли=. Чай=овчиларнинг фаол шарафати пайтида валюта ызидида типик молиявий актив хусусиятини намоён =илади.

#### *Дорнбуш моделида валюта бозоринг чай=овчилик сегменти*

Дорнбуш моделида чала шарафатчан капитал билан валюта бирликлари уни типик товар бозори =илувчи талаб ва таклиф о=ими билан характерланади. Лекин биз кырдики, ундай ёндашув валюта бирликларидаги чай=овчилар =атлами мавжудлигини хисобга олмайди.

Аввалги мухокамалардан биз билдикки, фиксирланган курсда чай=овчилар фа=ат махаллий активлар девальвацияси учун ыйнаши мумкин ҳамда бунинг учун уларга Марказий банк олтин валюта резервларини тугатишга етарли хорижий валютага талабни намаён =илишлари керак. Шунинг учун хужум ытказишда чай=овчилар «=айно= пуллар» дан чай=овчилик ма=садларида амалга ошириш воситасига эга былишлари лозим.

Биз бу «=айно= пуллар» чай=овчилар томонидан ва=тинчалик бирликка киритилган деб хисоблаймиз: шаклан чексиз талаб о=ими (захираларга талаб чекланган) хосил =илиш. Агар Марказий банк чай=овчилар талабини =ондирса, унда хеч нарса юз бермайди: фиксирланган курс аввалги даражасида =олаверади.

Агар Марказий банк чай=овчилар талабини =ондира олмаса, жорий фиксирланган курсни орти= химоя =ила олмайди ва курс талаб ва таклиф асосида ани=ланади.

Валюта бозорининг танланган моделларида чай=овчиларнинг хужумдан кейино= хорижий валютанинг ликвидлиги муаммосини ечиши

тушнарсиз былиши мумкин эди. Ха=и=атда, агар Марказий банк олтин валюта резервларини тылдириш учун улардан =имматлашган хорижий валютани сотиб олмаса, унда чай=овчилар чексиз талабга былган харидор йы=лиги сабабли хорижий валютадан тезда =утила олмайди.

Чай=овчилар хужумдан кейин хорижий валюта узун позициясида ликвидлик муаммосини ечишини тушунтириш учун, щамма чай=овчилар щам хужумда =атнашмаслигини айтиб ытиш лозим. Чай=овчиларнинг бир =исми хужумга кеч =олади, баъзилари эса бундай хатарли тадбирда умуман =атнашмайди. Натижада эркин сузиб юрувчи курсга ытишдан кейин хорижий валюта билан фа=ат хужумда =атнашганлар =олади ва бу ликвидлик муаммосини улар томонидан ечиш имконини беради.

Шундай =илиб, биз валюта бозорининг 2та даражаси бор деб щисоблаймиз:

1. Чай=овчилик даражаси. Бу даражада чай=овчилар ва Марказий банк ыртасида олди-сотди былади. Валюта курсининг тебраниши =ис=а муддатли.
2. О=им даражаси. Бу даржада экспортёр, импортёр, инвестор ва Марказий банк ыртасида олди-сотди былади. Хорижий валюта о=имига нисбатан талаб ва таклиф намоён былади, яъни улар ыртасидаги фар= чай=овчилик даражасидагидан кыра паст былади.

Назарий жищатдан иккала даража щам ызаро кесишмайди. О=им даражаси хорижий валютани жорий курсини беради, чай=овчилик даражаси эса, о=им даражасига таъсир кырсатмайдиган, шу даражага нисбатан =ис=а муддатли курс тебранишини беради.

Хужумдан кейино= нима былади? Паст фиксирланган курс быйича хорижий валютада узун позицияни эгаллашга улгурган чай=овчилар ыз фойдаларини чай=овчилик сегментига жойлайдилар. Бу курснинг =ис=а муддатли пастга сакраши (табийки, аввалги фиксирланган валюта

курсдан паст былмаган) га олиб келади. Натижада, «омадлилар» фойданинг бир =исмини былиб чай=овчилар билан былишадилар. Фойдани былиш жараёни тез тугайдиган ва валюта курси яна о=им даражасига кыра ани=ланади.

Хужумда =атнашган чай=овчиларнинг бош=а =атнашмаган чай=овчилардан кыра кыпро= даромад =илишлари тушунарли: асосий щаракатда фойда олиш, коррекциядагидан кыра кыпро=.

Шундай =илиб, иш «майдалар» га =олди: Марказий банк олтин валюта резервларини тугатиш ва фиксирланган курсни =улатиш.

### **Чай=овчилик хужуми модели**

Валюта бозоридаги чай=овчилар щаракатини моделлаштирамиз.

*Моделнинг назарий асослари.*

- ❖ Хужумда =атнашган чай=овчиларнинг бош=а =атнашмаган чай=овчилар Марказий банк хорижий валюта курсини фиксирланган Марказий банк олтин валюта резервлари GCR дан фойдаланиб хорижий валютани харид =илиш ва сотиш быйича барча буюртмаларни =ондиради.
- ❖ Олтин валюта резервлари динамикасининг базис модели – ю=орида айтилган Дорнбушнинг чала щаракатчан капитал моделидир:
  - Щар =андай ва=тда олтин валюта резервларининг мувозанат хажми мавжуд  $\overline{GCR}$
  - $GCR_t$  жорий хажм ва=т ытиши билан мувозанат ми=дорга я=инлашади.
  - И=тисодиётда олтин валюта резервлари мувозанат ми=дори ызгаришига олиб келувчи турли хил шоклар былади.
- ❖ Бозорда ыз мабла\ларини чай=овчилик учун ишлатилиши мумкин былган, миллий активларда ката хажмдаги мабла\га эга былган катта (big) ыйинчи былган.  $HM^b$  (hot money)

- ❖ Бозорда катта (лекин чекланган) ми=дорда  $N$  кичик (small) ыйинчилар бор. Уларнинг щаракатчан мабла\ларни жами =уйидагиларни ташкил этади:  $HM^\Sigma = \sum_{j=1}^N HM_j^s$ .  $\forall j. HM^b$  ва  $HM^\Sigma$  учун  $HM_j^s \ll HM^b$  битта =аторнинг хажми.
- ❖ Барча агентлар рационал ва ыз бойлигини максимал ыйлайдиган деб =аралади.
- ❖ Тыла ахборот.
- ❖ +арор узлуксиз ва=тда =абул =илинади.

*Ыйинчилар стратегияси.*

Щар бир ыйинчида танлов имконияти бор деб щисоблаймиз.

- ❖ Хужум =илиш. Бу агент маълум ва=т мобайнида муваффа=иятли хужумдан сынг валюта курси сакрашидан фойда олиш умидида хорижий валюта быйича узун позиция очишини англатади.
- ❖ Хужум =илмаслик. Агент хорижий валюта быйича чай=овчилик харидини амалга оширмайди.

Агар ыйинчи хорижий валюта быйича узун позицияни маълум ва=т  $\Delta t$  очи= са=ласа, унда у олинмаган фоизлар суммаси  $L_j$  (*loss*) га ют=азади:

$$L_j = HM_j^s \cdot \exp(i \cdot \Delta t)$$

(22)

Идеал дуне ну=таи назаридан хужум норационал амалга оширилмаганда (позицияни очи= са=лаш) щеч ким узо= ва=т позиция ушлаб турмаганлиги учун, позицияни очи= ушлаш рый бермайди.

Энди асосий савол, =айси щолатда чай=овчилик хужуми амалга ошишини кыриб чи=иш керак. Бунинг учун ыйинчиларнинг турли вазиятларда =андай фикр юритишини тушунишимиз керак былади.

Хужум бошлашнинг зарурий шартлари.

- Чай=овчилик хужуми ытказишнинг дастлабки зарурий шарти =уйидагича былиши керак:

$$HM_t^b + HM_t^\Sigma > GCR_t \quad (23)$$

Агар чай=овчилик мабла\ларининг барчаси жорий олтин валюта резервларидан кам былса, щеч бир рационал чай=овчи хужум =илмайди.

- Хужум бошлашнинг иккинчи зарур шарти:

$$s_t^{sh} > \text{€} \quad (24)$$

Табиийки, яширин курс фиксирланган курсдан баланд былиши керак, акс шолда чай=овчилар хужумдан фойда олмайди. Ытган бобда биз бунинг олтин валюта резервларининг мувозанат даражасини 0 дан пастга туширувчи экзоген шоклар былиши зарулигини тушунтиргандик.

Чай=овчилик хужумининг бош=а шартлари унчалик муштим эмас. Кейинги тащдил учун ыйин назарияси ну=таи назаридан тащдил =илиш зарур.

*Катта ыйинчи щаракати.*

Агар катта ыйинчининг =айно= пуллари Марказий банк олтин валюта резервлари захирасидан ошиб кетса, у фиксирланган курсга сызсиз хужум бошланини айтиб ытамыз:

$$HM_t^b > GCR_t \quad (25)$$

Агар у бош=а ыйинчилар ёрдамисиз фиксирланган курсни =улатишни амалга ошира олса, у буни амалга оширади ва фойда олади.

(25) бажарилганда катта ыйинчининг чи=иши, унинг ёрдамисиз курсни =улата олмайдиган кичик ыйинчиларни нг фиксирлашига туртки беради.

*Кичик ыйинчиларнинг фикр юритиши.*

Исталган кичик ыйинчи агар ыз щаракатлари билан (25) шарт бажарилишига олиб келса, ыйинга катта ыйинчи тушиши ва улар

«биргаликда» фиксирланган курсни туширишга эришишини яхши англайди. Оддий  $j$  – кичик ыйинчи:

$$HM^b + HM_j^s > GCR_t \quad (26)$$

(26) ни кыриб, хорижий валюта быйича узун позицияни банд =илиш ор=али катта ыйинчини хужумга чорлаши мумкин. +арор узлуксиз ва=тда =абул =илинганлиги сабабли кичик ыйинчи очи= позиция ушлашдан зарар кырмайди: катта ыйинчи бир зумда унга =ышилади.

Бу бос=ичда барча кичик ыйинчилар рационал хамда тыла ахборотга эга былгани учун шар бири хужум пайтида худи шундай фикрлашини тушуниш зарур. Бир пайтнинг ызида бошш=алар щам шундай ыйлаётганлигини шар бир ыйинчи билан бу нимага олиб келади?

Бу  $i$  – кичик ыйинчи « $j$  – кичик ыйинчи ва катта ыйинчи » жуфтлигини чай=овчилик хужуми га ундашга олиб келади. Ща=и=атдан агар:

$$HM^b + HM_j^s + HM_i^s > GCR_t \quad (27)$$

былса, унда  $i$  – кичик ыйинчи хужум бошлаб,  $j$  – ыйинчини щам худи шундай =илишга ундайди. Бу эса катта ыйинчига туртки былади. Шунинг учун  $i$  – ыйинчи учун (27) ни хужум шарти дейиш мумкин.

Албатта бу фикрлаш занжирининг охири эмас:  $k$  – ыйинчи « $i$  – ,  $j$  – кичик ыйинчи ва катта ыйинчи » учлигини хужумга ундайди ва хоказо.

Шундай фикрлашни давом эттириш щамда  $HM^b + HM^\Sigma > GCR_t$  шарт бажарилиши билан кичик ыйинчилар ва катта ыйинчилар биргаликда хужум бошланишини тушуниш мумкин.

*Чай=овчилик хужуми бошлашнинг етарли шарти.*

Агар хужум учун зарур шарт бажарилса, (24) (23) шартни хужум бошлашнинг етарли шарти деб щисоблаш мумкин.

$$HM_t^b + HM_t^\Sigma > GCR_t \text{ Чай=овчилик хужуми етарли шарти. (23)}$$

Агар агентлар итисодиётда Марказий банк катта ыйинчи хужуми туфайли эртами кечми фиксирланган курсдан воз кечишга мажбур былганда экзоген шок былиб ытганини кырса, унда чай=овчилик хужуми хужумнинг етарли шарти бажарилиши билан кичик ыйинчиларнинг щам иштирокида былиб ытади.

*Хулоса (натижа)*

Агар яширин валюта курси фиксирлангандан ю=ори былса  $s_t^{sh} > \text{€}$ , хужум чай=овчилик хужумининг зарурий ва етарли шарти  $HM^b + HM^\Sigma > GCR_t$  бажарилгани зашотиё= содир былади.

+ис=ача чай=овчилик хужумининг реал шартлари ща=ида.

Ю=орида айтиб ытилганларнинг барчасидан хужум пайтида чай=овчилик мабла\ларига катта ыйинчининг роли тушунарсизро=. Ща=и=атдан, катта хажмдаги =ыйилмалардан бош=а щеч =андай бош=а =ыйилма олиб кирмаган. Унинг ырнида худди шундай муваффа=ият билан бош=а кичик ыйинчилар былиши мумкин эди. Ща=и=атда эса катта ыйинчининг роли жуда катта.

Биз сиз билан =айсидир маънодаги идеал хужумни кыриб чи=дик. Унинг идеаллиги шундаки, хужум ыйинчиларнинг шоклар, олтин валюта резервларилари, бош=а чай=овчиларнинг чай=овчилик мабла\лари хажми, яширин валюта курси ва хоказо бош=а ахборотлардан тыла хабардорлиги шароитида былиб ытади.

Ща=и=атда эса, кичик ыйинчилардан на бош=а ыйинчилар щаракати, на экзоген шокларнинг ща=и=ий хажми ща=ида маълумотга эга былмаган бир пайтда, анча кып маълумотларга эга былган катта ыйинчи муштим ашамиятга эга. Ща=и=атан, агар катта ыйинчи хужум =илмаса, унинг щисобига кыра хужум муваффа=иятсиз былади. Агар хужум бошласа, демак муваффов=иятга кызи етганлиги сабабли хужум бошлаган.



Катта ыйинчи маълумотларга эга етакчи ролида былади ва фа=ат у ыйинга кирган ва=тда хужумга =ышилиш кичик ыйинчилар учун фойдали.

Щар бир ыз ма=садига етмаслиги тушунарли: миллий валюта девальвацияси. Муаммолар агентлар ыртасидаги мувофи=ликнинг камчилиги каби, чай=овчилар учун кутилмаган щол – монетар щукуматга хал=аро ташкилотлар томонидан берилган ёрдам билан бо\ли= былиши мумкин.

Марказий банк сиёсати.

Чай=овчилик хужуми нинг олдини олиш учун Марказий банк щаракатлари =андай былиши керак? Биз Марказий банк бир ва=тнинг ызида =уйидагиларни бажара олмаслигини тушунтирдик:

1. Валюта курсини фиксирлаш.
2. Мамлакатдан нисбий эркин капитал чи=ишига йл =ыйиш.
3. Муста=ил кенгайтирилган пул сиёсатини олиб бориш.

Бу уччала ажралмас =исм, аралашиб биргаликда вахима чи=аради: фиксирланган валюта курсига чай=овчилик хужуми. Лекин агар бу пунктлардан атиги биттаси олиб ташланса, чай=овчилик хужуми тазйи=и ыз долзарблигини йы=отади. Марказий банк чай=овчилик хужумининг олдини олишнинг 3 вариантыни шу асосда олиб боради.

Сузиб юрүвчи валюта курсига ытиш.

Сузиб юрүвчи валюта курсига муста=ил ытиш монетар щукуматни чай=овчилик хужуми эщтимолидан са=лайди. Агар соф сузиб юрүвчи валюта курсининг ю=ори тебранувчанлиги туфайли мамлакат учун ты\ри келмаса, мамлакат курсининг =атти= фиксациясиясидан кыра тутиб туриши учун камро= олтин валюта резервлариларини талаб =иладиган бош=арилувчи сузиб юриш ёки валюта коридорининг анча енгил режимини танлаши мумкин. Агар Марказий банк нинг ю=ори инфляция билан кураш стратегияси фиксирланган курс режимига =урилган былса, бу вариант амалга оширишнинг ыта ю=ори му=обил =ийматга эга былади.

Худди шундай шолат 1991 йил Аргентинада юз берган. Бундай мамлакатлар учун, албатта, чай=овчилик хужуми эщтимолидан щимояланишининг бу варианты мумкин эмасв, ва =олган иккитасидан бирини танлашга олиб келади.

Капитал бозори делиберализацияси.

Чай=овчилик хужуми тазйи=и келиб чи=иши ва=тида капиталнинг мамлакатдан кычиб юриши чекланиши мумкин. 1997 йил Малайзияда капиталнинг =ис=а муддатли (чай=овчилик) щаракатини чеклаб, шу йылдан борилган. Чилида бозорда чай=овчилик портфелининг эщтимолли хажмини =ис=артириш ма=садида хорижий мамлакатлар томонидан Чили активлари хариди быйича =ис=а муддатли операциясига соли= киритилди. Капитал щаракатини чеклашни мамлакат таш=и =арзларисиз чи=иб кетадиган щолларда амалга ошириш ма=садга мувофи=. Бунинг учун мамлакатда доим щам амалга ошмайдиган жам\армалар ва инвестиция о=имлари мувофи=лиги талаб =илинади.

Муста=ил монетар сиёсатдан воз кечиш.

Муста=ил кенгайтирилган монетар сиёсатдан воз кечиш мамлакат валюта резервлари йы=отишларини тыхтатиш ва чай=овчилик хужуми эщтимоллини камайтириш имконини бериши мумкин. Бунинг шубщасиз натижаси и=тисодиётда фоииз ставкалари кытарилиши ва инвестиция тушиши ор=али ялпи талаб дестимуляцияси щисобланади. Бундан таш=арии, шукумат бюджет дефицитини молиялаштиришнинг =ышимча имкониятини йы=отади. Шу боис чай=овчилик хужуми муаммосини ечишнинг бу варианты кыпинча инфлацион соли= тушумларининг асосий =исмини ташкил этадиган ривожланаётган мамлакатлар учун ты\ри келмайди.

2. Оптимал инструмент =оидаси.

(кузатилаётган ызгарувчанликни бащоланган =оида)

Энди биз оптимал инструмент оидасини, Марказий банк инструментиани андай илиб махсулаштириш, изи=тираётган сано= нормаси  $i_t$  шар бир даврни белгилаган шолда, ырнида ишлатилишининг икки вариантда яъни узатилаётган ызгарувчанликни бащолаш функцияси ((7) ёки (26) ни бирлаштирган шолда) ва турли хил ызгарувчанликларнинг кутилаётганлигининг ытвётган ва=тдаги функцияси ((40)  $X_{t|t}$  нинг ырнига ишлатилганда ((7) ва (26) ни бирлаштирган шолда) кыриб чи=амиз.

Биз ди==атимизни бу оиданинг коэффициентни щисоблаб чи=илган хатоликнинг быш хисобга бераётган эффекига =арашимиз лозим,  $\bar{y}_t$ .

Биринчидан, изи=ираётган сано= нормасининг оптимал характердаги натижа устидаги ривожланишни щисоблашимиз керак. Тенгликнинг формасига =араб щисоб ва инфляцияни ривожлантириш йылини айтиб бера оламиз.

$$y_t = \bar{y}_{t|t} + fV_{t|t} + \Phi E_{t-1}, \quad (58)$$

$$\pi_t = gv_{t|t} + \Gamma \Xi_{t-1}$$

Бу ерда  $f$ ,  $g$ ,  $\Phi$  ва  $\Gamma$  коэффициентлар ((50) ва (51) га мослаштирилган) Щисоб ва инфляция учун бу хатоликларнинг ырнида (48), ва ((43) ва (44) ни ишлатган шолда)  $\bar{y}_{t+1|t}$  ва  $v_{t+1|t}$  ни  $\bar{y}_{t|t}$  ва  $v_{t|t}$  нинг кыпайтмаси деб оламиз, =уйидаги натижага эришамиз.

$$i_t = -\frac{1}{\sigma}(1-\gamma)\bar{y}_{t|t} + \left[ pg - (1-p)f \right] \bar{y}_{t|t} + \left[ \Gamma + \frac{1}{\sigma}\Phi \right] \Xi_t - \frac{1}{\sigma}\Phi \Xi_{t-1} \quad (60)$$

Бу ызгарувчанлик ты\ри кутилаётганликни тушунтириб беради.

Оптимал иккиланиш, (57) ни ишлатиб, шу ор=али  $\Xi_t$  ва  $v_{t|t}$  нинг =ийматига хулоса ясаймиз, кузатилаётган бащолар йылидан фойдаланиб натижага эришамиз.

$$v_{t|t} = \frac{1}{g}(\pi_t - \Gamma \Xi_{t-1}) = \frac{1}{g}(p_t - p^*) - \frac{1}{g}(1 + \Gamma)(p_{t-1} - p^*) \quad (61)$$

((57) ва (61)) ларни ишлатиб (60) нинг ырнида =уйидаги натижани оламиз.

$$i_t = \mathcal{G} \bar{y}_{t|t} + \mu_0 (p_t - p^*) + \mu_1 (p_{t-1} - p^*) \quad (62)$$

Бу ерда,

$$\mathcal{G} \equiv \frac{1 - \gamma}{\sigma} > 0.$$

$$\mu_0 \equiv (p + \mu - 1) - (p + \frac{\mu}{\sigma} - 1) \frac{k}{\lambda}.$$

$$\mu_1 \equiv -\mu \left[ p - (p + \frac{\mu}{\sigma} - 1) \frac{k}{\lambda} \right].$$

Бу шам бизга  $\bar{y}_{t|t}$  кузатилаётганларининг функцияси сифатида келаётганлигини тушунтириб беради.

Агар биз инструмент =оидасининг потенциал щисобдаги оптимал бащоланишини =они=тира олганимизда,  $\bar{y}_{t|t}$  нотинч кузатувчанликка =араганда етарли былар эди,  $y_t$  ва (62) нинг ызи шамма нарсага ойдинлик киритар эди.

Бу щолда, ани=лик эквивалентига яна мурожаат =иламиз, потенциал щисобдаги коэффициентлар  $\mathcal{G}$ ,  $\mu_0$  ва  $\mu_1$  ларнинг шаммаси муста=ил даражада. Дарща=и=ат, оптимал бащоланиш  $\bar{y}_{t|t}$  нинг ривожланиши кутилаётган нотинчлик  $\bar{y}_t$  га бо\ли= даражадаги кузатувчанлик щисобланади.

#### 5.4. Филтерлаш муаммоси.

Филтерлаш муаммоси биздан щаракат =оидасини  $X_{t|t}$  учун ва 3 ва 4 га мурожаат =илган щолда ани=лашни талаб =илади.

(50) ва (51) ор=али биз алла=ачон  $F, \Phi, G, \Gamma, S$  ва  $\Sigma$  ((26), (27) ва (28) лардаги) катталикларни бирлаштиришимизга имкон яратилганлигини щисобга оламиз. Катталикларни щисоблаб чи=амиз.

$$G^1 = \begin{bmatrix} \kappa & 1 \end{bmatrix}, \quad G^2 = \begin{bmatrix} g & -1 \end{bmatrix},$$

$$H = \begin{bmatrix} \gamma & 0 \\ 0 & p \end{bmatrix}, \quad J = 0, \quad L = \begin{bmatrix} 1 & 0 \\ -\kappa & 1 \end{bmatrix}. \quad (63)$$

$$M = \begin{bmatrix} 0 & 0 \\ \kappa & g-1 \end{bmatrix}, \quad \Psi = 0, \quad \Lambda = \begin{bmatrix} 0 \\ \Gamma \end{bmatrix}. \quad (64)$$

Тыртинчи былимда муцокама =илганимиздек, тенглик =уйидаги оддий кыринишни олади:

$$\begin{bmatrix} \bar{y}_{t/t} \\ v_{t/t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y}_{t/t-1} \\ v_{t/t-1} \end{bmatrix} + K \begin{bmatrix} \bar{z}_t \\ -\bar{z}_{t/t-1} \end{bmatrix}$$

Бу ерда идеал индикатор  $\bar{z}_t$

$$\bar{z}_t \equiv \begin{bmatrix} \bar{y}_t + \theta_t \\ \pi_t \end{bmatrix} - M \begin{bmatrix} \bar{y}_{t/t} \\ v_{t/t} \end{bmatrix} - \Lambda(p_{t-1} - p^*) = \begin{bmatrix} \bar{y}_t + \theta_t \\ -\kappa\bar{y}_t + v_t \end{bmatrix}. \quad (65)$$

Демак, филтерлаш масаласи кутилаётган нотинч потенциал щисобга бо\ли=,  $\bar{y}_t + \theta_t$ , чизи=ли потенциал щисоб билан биргаликда ва щарактланиш =оидаси  $-\kappa\bar{y}_t + v_t$  га щам бо\ли=. У кузатувчанлик кутилаётган инфляция щисобининг натижаси, чизи=ли потенциал щисоб, щаракатланиш =оидасининг кыринишидир. (41) тенгликни тылдирган щолда эквивалентликда биз  $\pi_t, \pi_{t+1/t}$  ва  $y_t$  нинг натижаси иложи борича  $-\kappa\bar{y}_t + v_t$  ни эсга солиши лозим. Идеал индикатор анализли эмас, уларнинг кырсаatkичи биз =идирган  $\bar{y}_{t/t}$  ва  $v_{t/t}$  ни беради.

Демак, оддий муаммонинг фарази, агар индикаторлар талабга жавоб бера олса, бу биз учун Калмен яратган К марказни ишлатишнинг оддий усули была олади. Бу башоланиш оддий тенгликдан иборат.

$$\begin{bmatrix} \bar{y}_{t+1} \\ v_{t+1} \end{bmatrix} = H \begin{bmatrix} \bar{y}_t \\ v_t \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \eta_{t+1} \\ \varepsilon_{t+1} \end{bmatrix}. \quad (66)$$

Бу ерда  $H$  ((63) дагидек ва натижа тенглиги (65)). Бу натижа тенглиги шунчалик соддаки, чунки ызгарувчанликларни  $\bar{Y}_{t/t}$  ва  $V_{t/t}$  ларни турли хил деб =абул =иламиз ва

$$A_{12}^1 = 0, A_{11}^2 = 0, A_{12}^2 = 0, B_1 = 0,$$

С былимдагидек, Свенсон ва Вудфордларнинг версияларини кыриб чи=иб, Кармен яратган марказнинг аналитик тушунчасини бера оламиз.

$$K = \begin{bmatrix} k_{11} & k_{12} \\ k_{21} & k_{22} \end{bmatrix} \quad (67)$$

$\kappa$ ,  $\gamma$ ,  $\rho$  коэффициентларининг функцияси ва  $\sigma_\eta^2$ ,  $\sigma_\varepsilon^2$ ,  $\sigma_\theta^2$  вариантлардир.

Свенсон, Вудфорд ва С былимдаги натижаларга кыра,  $K$  элементи =уйидаги тенгликни бажара олишини биламиз.

$$0 < k_{11} < k_{22} < 1, \quad (68)$$

$$k_{12} \equiv \kappa k_{11} < 0, k_{21} \equiv \kappa k_{12} + 1 > 0. \quad (69)$$

Бу элементлар кутилаётган вариантларга бо\ли=. Айни=са, биз потенциал щисобнинг натижасини кыриб чи=а оламиз,  $\bar{Y}_t$  бу ерда нотинчлик даражасига бо\ли= ва  $\sigma_\theta^2$  хатоликларнинг вариантларига Свенсон ва Вудфорд, С былимда кырситилганидек чегаранинг интилишини кырсата оламиз.  $\sigma_\theta^2 \rightarrow \infty$ ,

$$k_{11}, k_{21} \rightarrow 0, k_{12} \rightarrow k_{12}^* < 0, k_{22} \rightarrow k_{22}^* > 0 \quad (70)$$

Кыриниб турибдики, оптимал о\ирлик натижанинг турлилигича =арайди. Мисол учун, Кармен филтерациясидан ноль о\ирликдан фойдасиз индикаторларни белгилайди, тыртинчи =исмда таъкидлаб ытилганидек, яна шу намоён быладыки, бу оптимал бащонинг потенциал щисобда  $\bar{Y}_{t/t}$  ызгаришини кырсатади. Ани=лик эквивалентлиги ор=али щам худи шу нарса кузатилади. Марказий банк бу щолда фа=атгина инфляция ми=дорининг потенциал щисобига таяна олади.

Кармен яратган  $K$  марказ ор=али, оптималликни щисоблаш натижасида =аршиликларни ани=лай оламиз. Бунда Марказий банк олдиндан щисобланган тенгликни (39) ушбу вазият учун ишлата олади.

$$\begin{bmatrix} \bar{y}_{t/t} \\ v_{t/t} \end{bmatrix} = (I + KM)^{-1} \left( (I - KL)H \begin{bmatrix} \bar{y}_{t-1|t-1} \\ v_{t-1|t-1} \end{bmatrix} - K\Lambda(p_{t-1} - p^*) + KZ_t \right) \quad (71)$$

Охирги тенглик (39) га =араганда соддаро=, чунки бизнинг мисолда  $J = 0$  ва  $\Psi = 0$ .

Демак, олдиндан щисобланган тенглик  $\bar{y}_{t/t}$  учун, алла=ачон эришган  $v_{t/t}$  учун фактни =ыллай оламиз, (61) да нарх даражасининг тарихи сифатида хизмат =илади. Нищоят, олдиндан щисобланган тенглик  $\bar{y}_{t/t}$  учун сода кыринишга эга былади.

$$\bar{y}_{t/t} = \omega \bar{y}_{t-1|t-1} + \alpha_0(p_t - p^*) + \alpha_1(p_{t-1} - p^*) + \zeta \tilde{y}_t, \quad (72)$$

Бу =исман =уйидагини кырсатади:

$$\omega \equiv \gamma \frac{k_{22} - k_{11}}{k_{22}}, \quad \zeta \equiv \frac{k_{11}}{k_{22}}$$

(68) ни ишлатиб, =уйидагини щосил =иламиз.

$$0 < \omega < \gamma, 0 < \zeta < 1$$

### 5.5. Кузатилаётган ызгарувчанликда оптимал инструмент

=оидаси.

Нищоят, оптимал инструмент =оидасини кузатилаётган ызгарувчанликда эришилган ва эришилаётган ызгарувчанликликларни ытаётган ва=тга тадби= этиб кырайлик. (62) нинг ечимини  $i_t$  нинг функцияси сифатида ва нарх индексининг тарихи сифатида ва (72) дагт  $\bar{y}_{t/t}$  учун былган тушунчани, бу кыринишнинг =изи=тираётган щоллардаги щаракат =оидасини келтириб оламиз.

$$i_t = \omega i_{t-1} + \sum_{j=0}^2 \beta_j (p_{t-j} - p^*) - \xi \bar{y}_t \quad (71)$$

Бу ерда коэффициентлар, Свенсон ва Вудфорд,  $D$  былимларидан олинган.

Бу =изи=тираётган хажмнинг сано=ли белгиланиши учун инструмент =оидасининг ырнини эгаллай олади, нарх даражаси ва потенциал кутилаётган щисоб  $\bar{y}_t$  сифатида,  $D$  былим, Свенсон ва Вудфордлар тушунтирганларидек, турли хил =аршилик вариантларига коэффициент =оидаси бо\ли=, шунингдек ани=лик эквивалентининг оптималликнинг характерланишида мухим ырин эгалламайди.

Аксинча, бу =ийидагича кырсатилади:

$$\xi \equiv \mathcal{G}\zeta > 0.$$

Бу (70) ва (73) дан келиб чи==ан шолда чегараси  $\sigma_\theta^2 \rightarrow \infty, \zeta \rightarrow 0$ , бундан эса  $\xi \rightarrow 0$  келиб чи=ади. Бош=а жищатдан олиб =араганда (Свенсон ва Вудфорд,  $D$  былимда кырситилганидек)  $B_j$  коэффициент 0 га интилмайди. Чегараланишда кутилаётган =аршиликнинг оптимал инструмент =оидасида нарх даражасининг ривожланиш функцияси сифатида намоён былади.

Инструмент =оидаси (74) нарх даражаси тарихи ва потенциал щисобнинг хажмини ягона функция сифатида =изи=тираётган нормани быш хажмига бо\ли=лигини тахмин =ила оламиз, =ачонки, реал щисоб  $y_t$  ва=тдаги маълумотлар йи\индисига тегишли былиши шарт былса.

Демак,  $y_t$  ни  $t$  ва=тдаги натижалар =аторига киритсак тушунарли инструмет =оидаларининг мумкин даражадаги эгилувчан синфига айланади, худди =изи=тираётган норма нарх даражаси тарихи функцияси потенциал функцияси ёки щисоб даражаси функцияси была олади.



Бу шолда, ягона оптимал инструмент оидаси бўлмайдди. онун ани оидалар шосил илган оптимал иккиланишлардан бири саналади, аммо исталган натижа  $y_t$  нинг натижаси устида урилган бўлилик даражалари была олади.

Масала ечимларидан бири оида фаатгина нарх тарихига бўлидеб шисоблаш, шунингдек бевосита быш шисобнинг хажмига шам, яъни  $y_t - \bar{y}_t$  нинг хажми  $y_t$  ва  $\bar{y}_t$  лар ызгаришига бўлидир.

Свенсон ва Вудфорд,  $D$  былимда кырсатилганидек, ягона оптимал инструмент оидаси уйидагича:

$$i_t = i_{t-1} + \sum_{j=0}^2 \bar{\beta}_j (p_{t-j} - p^*) + \xi (y_t - \bar{y}_t) \quad (75)$$

Бу ерда коэффициент:

$$\xi \equiv \lambda \frac{\zeta}{1 - \zeta} > 0.$$

Бу шолда биз даврий шисоб ва потенциал шисобни бир-биридан ажратишга йыл ыя олмаймиз. Яна такрорлаб ытадиган былсак, натижанинг чегараси  $\sigma_\theta^2 \rightarrow \infty, \zeta \rightarrow 0$  былса, коэффициент  $\xi \rightarrow 0$  былади.

Оптималликда чегара нарх даражаси тарихига жавоб бера олади.

## 6. Хулоса

Бу ерда биз шундай хулосага келдикки, тыли бўлмаган информация натижасидаги шамда давомийлик принципнинг бунга аралашуви кетма-кет кутилаётган моделлар ва йыотилган иккилик функция устида урилади. Итисодиёт ва кузатилаётган натижа шартлари шозирги пайтдаги оптимал режа сифатида келиб чиади.

Демак, кутилаётган вариантлар бажарадиган вазифасининг режаси осоллаш деб тахмин илинади, кузатилган ва кузатилаётган вариантларнинг одатдагидан секинлашган деб бащоланади.

Шундай тариб, натижасиз режа Вудфорд 1999 а, Вудфорд 1999 б, Свенсон ва Вудфорд 2002 а да таъкидланганидек, одатда мажбуриятлар остидаги оптимал режа тарихидаги бошликнинг етишмаслиги тилиб былмаган маълумотнинг яроқсиз характердаги анишлигини белгилайди.

Бу итисодиётда вақтида ырнига ыйилмаган яроқсиз характердаги натижага ыхшайди.

Бу соҳада солиштириш ортали мажбуриятлардан келиб чиққан оптимал режанинг ёрдам учун кырсатган эффектини келажакдаги изланишларга мавзу была олишини кырсатади.

Анишлик эквивалент ива аралаш турдаги принцип берилган былса ҳам масалани анилаш кутилаётган натижа вариантларининг ийинчиликларидан келиб чиқеди. Оптималликда Калмен яратган амалий филтер биз таъкидлаб ытган доирада былиши мумкин.

Бизнинг натижаларимиз тилиб былмаган маълумотлардан келиб чиққан фараз Марказий банк ва хусусий сектор орасидаги, худи шундай бацоланиш ва ривожланиш орасидаги англашилмовчилик натижаси сифатида келиб чиқеди.

Бу ҳол худи амалий эштиёжлар учун берилгандек, биз ишонамизки, Марказий банкнинг ҳар андай ижобий маълумотлари улар учун ызларининг интилишлари ҳақида нисбатан яхшироқ маълумот была олади.

Ҳозирги кунда исталган шахсий маълумот аста-секин барбод былаётганлиги кучаймоқда, умумий тенденция томонидан пулик режа ортали кризисга учраш кырсаткичи ортмоқда, бу Марказий банк томонидан мослаштирилган кучли тайёргарлик ёки ызларининг интилишлари былиб ҳисобланади.

Барибир, =андай =илиб тыли= былмаган маълумотлар асосида натижанинг тушунарли былиши \айритабий шодиса, бу маълумотлар Свенсон ва Вудфорд 2002 б дан олинган.

Кутилаётган вариантларнинг барчаси ыша пайтдаги потенциал щисоб ва нарх даражасининг бащоланишига бо\ли= былганда, биз умумий натижаларни =араб чи=иб =уйидаги хулосага келдикки, кутилаётган щисобли режанинг моделини кырилмаган щаракатланиш =оидаси билан тушунтирилади. Бу щолат Марказий банкларда ю=ори даражадаги кырсааткични беради. Айти=са. буни Евросистемада кузатиш мумкин. Таъкидлаб ытганимиздек, бизнинг оптимал режа анализларимиз ыша пайтдаги потенциал щисобнинг бащоланишида катта роль ыйнамайди. Демак, пухта чораларнинг о=со=ланиши биз эришган натижага тыли= сабаб была олмайди.

Орфанидес (2002) да тахмин =илганидек пул су\уртаси ани= даврдаги быш щисобга таъсир кырсаатмаслиги керак. Агар бу фактлар быш щисобнинг оптимал бащоланишдаги =ирраларини очиб бера олмаса, у щолда оптималжавобгарлик ща=и=атан щам салбийлик даражасига бо\ли=.

Соф индикаторлар хилма-хиллиги на натижа была олади, на таянч натижанининг сабабли ечими была олади ва бу ща=да тыли= тушунтириб бера олмайди. Тур\ун хилма-хиллик ижобий бащоланишга интилиши лозим.

Бу тушунча Марказий банкнинг амалиётида мумкин =адар катта роль ыйнай олмайди. Оддий щол учун, щисоблаб чи=илган инфляция =ис=а ва ани= ва=т ичида даражаси пастдек кыринади. Фа=атгина узо= давом этган ва=тда кирим ва инфляция натижаси орасидаги фар= кыринади. Бозор ва банк шароитида пухта структурага эга ызгаришлар яхши самара беради деган хулоса келиб чи=ади. Янги умумий валюта кириь келаётган даврда буни щисоблаб чи=иш мумкин. Бундай щолларда кутилмаганда натижа салбий былиши щам мумкин.

**А Былим.**

**Эштиёткорлик ва анишлик эквиваленти асосидаги оптималлик**

Шалтилувчи масалани шисобга олган шолда,  $i_t$  ни  $t$  ва  $t$  оралигида  
(6) ( $0 < \delta < 1$  билан) ((1), (2), (3), (4), (5)) ларга бошли шолда  
минималлаштириш (эштиёткорлик билан)

$$i_{t+1} = F_{t+1} X_{t+1|t+1} \quad (\text{A.1})$$

$$x_{t+1|t+1} = G_{t+1} X_{t+1|t+1} \quad (\text{A.2})$$

Бу ерда  $F_{t+1}$  ва  $G_{t+1}$  лар сынгги масала  $t+1$  ва  $t$  оралигида ечилса.

Тылиро маълумот бериш учун, Оудиз ва Саш Бекус ва Дрифил  
(1986) ва Кури ва Ливайн (1993) да муцокама шилинган) га асосланган  
алгоритм тушунтирилган.

Риэлмен (1992) нинг фикрича, бу былим масалага тыри келувчи  
алгоритм ва шисман ани маълумот берувчилари орасида энг тушунарли  
далил.

Биринчидан, юоридаги (1) ва (10) ни  $t$  ва  $t$  оралигида шисобга  
олган шолда (A.20 ни шыллаймиз ва

$$x_{t+1|t} = G_{t+1} X_{t+1|t} = G_{t+1} (A_{11} X_{t|t} + A_{12} x_{t|t} + B_1 i_t). \quad (\text{A.3})$$

ни шосил шиламиз.

+уйидаги (10) ни  $t$  ва  $t$  оралигида кутилган натижани шисобга олган  
шолда

$$\Omega x_{t+1|t} = A_{21} X_{t|t} + A_{22} x_{t|t} + B_2 i_t \quad (\text{A.4})$$

( $\Omega$  асослигини ва кутилганлар кузатилмаслигини эслатиб ытамиз)

(A.3) ни  $\Omega$  орели амалга оширганимизда натижаси (A.4) ни шимоя  
шилади ва  $x_{t|t}$  шуйидаги натижани беради.

$$x_{t|t} = \bar{A}_t X_{t|t} + \bar{B}_t i_t \quad (\text{A.5})$$

унда

$$\bar{A}_t \equiv (A_{22} - \Omega G_{t+1} A_{12})^{-1} (\Omega G_{t+1} A_{11} - A_{21}).$$

$$B_t \equiv (A_{22} - \Omega G_{t+1} A_{12})^{-1} (\Omega G_{t+1} B_1 - B_2).$$

(1) нинг ю=ори по\онасини щисобга олган шолда (A.5) ни ишлатамиз.

$$X_{t+1|t} = A_t^* X_{t|t} + B_t^* i_t, \quad (A.6)$$

унда

$$A_t^* \equiv A_{11} + A_{12} \bar{A}_t,$$

$$B_t^* \equiv B_1 + A_{12} \bar{B}_t$$

Иккинчидан, (2) ва (3) ор=али ёзишимиз мумкин.

$$L_{t|t} = \begin{bmatrix} X_{t|t} \\ x_{t|t} \end{bmatrix}' Q \begin{bmatrix} X_{t|t} \\ x_{t|t} \end{bmatrix} + 2 \begin{bmatrix} X_{t|t} \\ x_{t|t} \end{bmatrix}' U i_t + i_t' R i_t + l_t. \quad (A.7)$$

унда

$$C \equiv C^1 + C^2, Q \equiv C' W C, U \equiv C' W C_i, R \equiv C_t' W C_i$$

$$l_t \equiv E \left\{ \begin{bmatrix} X_t - X_{t|t} \\ x_t - x_{t|t} \end{bmatrix}' C^1 W C^1 \begin{bmatrix} X_t - X_{t|t} \\ x_t - x_{t|t} \end{bmatrix} \middle| I_t \right\} \quad (A.8)$$

(A.5) ва (A.7) дан =уйидаги келиб чи=ади.

$$L_{t|t} = X_{t|t}' Q_t^* X_{t|t} + 2 X_{t|t}' U_t^* i_t + i_t' R_t^* i_t + l_t, \quad (A.9)$$

Унда

$$Q_t^* = Q_{11} + Q_{12} \bar{A}_t + \bar{A}_t' Q_{21} + \bar{A}_t' Q_{22} \bar{A}_t,$$

$$U_t^* = Q_{12} \bar{B}_t + \bar{A}_t' Q_{22} \bar{B}_t + U_1 + \bar{A}_t' U_2,$$

$$R_t^* = R + \bar{B}_t' Q_{22} \bar{B}_t + \bar{B}_t' U_2 + U_2' \bar{B}_t.$$

$Q$  ва  $U$  лар  $X_{t|t}$  ва  $x_{t|t}$  ларга бо\ли= шолда келиб чи=ади.

Учинчи йы=отилган вазифа иккиланганда ва чегараланиш маълум бир =олипга тушгунча муаммонинг оптимал =иймати иккиланади.  $t+1$  ва=т орали\ида оптимал =иймат  $X_{t+1|t+1}$  ва  $X_{t+1|t+1}'V_{t+1}X_{t+1|t+1} + w_{t+1}$  дан келиб чи==ан шолда ёзилиши мумкин, унда  $V_{t+1}$  ижобий ани=ликни кырсатадиган марказ ва  $w_{t+1}$  эса шкаладир.

Демак, муаммонинг оптимал =иймати  $t$  ва=т орали\ида ижобий ани=ликни кырсатадиган марказ  $V_t$  ва шкала  $w_t$  лар билан биргаликда Беллман тенглигини бажаради.

$$X_{t|t}'V_tX_{t|t} + w_t \equiv \min_{i_t} \mathbb{E} \left[ X_{t+1|t+1}'V_{t+1}X_{t+1|t+1} + w_{t+1} \mid I_t \right] \quad (A.10)$$

(A.6) ва (A.9) га бо\ли= шолда, ша=и=атан шам муаммо кутилаётган кып хилликсиз стандарт чизи=ли муаммога айланганда турли ва=тлардаги параметрларда  $X_{t|t}$  ни =араб чи=амиз.

$$0 = X_{t|t}'U_t^* + i_t'R_t^* + \delta \mathbb{E} \left[ X_{t+1|t+1}'V_{t+1}B_t^* \mid I_t \right] = X_{t|t}'U_t^* + i_t'R_t^* + \delta (X_{t|t}'A_t^* + i_t'B_t^*)V_{t+1}B_t^*$$

ю=орида текширилган аксиомада  $i_t$  ни ихтиёрий деб =абул =иламиз.

Биринчи шолатни реакция функцияси ор=али щимоя =ила оламиз.

$$i_t = F_t X_{t|t}, \quad (A.11)$$

унда

$$F_t \equiv -(R_t^* + \delta B_t^* V_{t+1} B_t^*)^{-1} (U_t^* + \delta B_t^* V_{t+1} A_t^*)$$

( $R_t^* + \delta B_t^* V_{t+1} B_t^*$  ни ызгармас деб фараз =иламиз). (A.11) ва (A.5) дан =уйидаги келиб чи=ади.

$$x_{t|t} = G_t X_{t|t},$$

унда

$$G_t \equiv \bar{A}_t + \bar{B}_t F_t.$$

Борингки, (A.10) ва (A.11) ни =ылласак.

$$V_t \equiv Q_t^* + U_t^* F_t + F_t' U_t^* + F_t' R_t^* F_t + \delta(A_t^* + B_t^* F_t)' V_{t+1} (A_t^* + B_t^* F_t).$$

Нищоят, ю=оридаги тенглик  $(F_{t+1}, G_{t+1}, V_{t+1})$  ларни ани= $(F_t, G_t, V_t)$  га жойлаштиришни тушунтиради. Муаммонинг ты\ри ечимлари таянч ну=талари  $(F, G, V)$  га жойлаштирилган. Бунинг чегараларига  $(F_t, G_t, V_t)$   $t \rightarrow \infty$  да эришилади.

Тур\ун марказлар тенглиги билан ечимнинг натижаси ты\ри келади. Демак,  $i_t$  ва тахминий кутилаётган ызгарувчанликлар  $x_{it}$  нинг олдиндан щисоби, бир чизи=ли вазифани бажаради. (7) ва (8)  $F$  ва  $G$  нинг натижасида тур\ун тенгликларгаты\ри келганда ызгарувчанликлар  $X_{it}$  нинг олдиндан щисобини беради.

Бундан келиб чи=адики,  $F$  ва  $G, V$  лар фа=ат  $A \equiv A^1 + A^2, B, C \equiv C^1 + C^2$  га бо\ли=.  $C_i, \Omega, W, \delta$  лар  $D^1, D^2, \sum_{uu}, \sum_{vv}$  га умуман бо\ли= эмас. Бу ани=лик эквивалентининг олдиндан тушунтириб беради.

Аксиомани текшириш  $l_t$  (A.8) да  $i_t$  га бо\ли= эмаслигини эслатиб ытади.  $E \left[ X_t - X_{it} \mid X_t - X_{it} \right] I_t$  нинг муста=ил эканлигини тушунтириш учун (12) ва (13)  $x_t - x_{it} = -(A_{22}^{-1})^{-1} A_{21}^{-1} (X_t - X_{it})$ , етарли.

(22) ор=али:

$$X_t - X_{t|t} = X_t - X_{t|t-1} + K \left[ L(X_t - X_{t|t-1}) + v_t \right] = (I + KL)(X_t - X_{t|t-1}) + K v_t.$$

аксиома ростлигини исботлаб беради.

### **В Былим.**

Калмен яратган марказ ва хатоликларни олдиндан щисоблаш масаласи.

$t-1$  ва=т орали\ида солиштирилаётган  $X_t$  ва  $Z_t$  лар хатоликларининг динамикасини олдиндан тушунтиришни амалда =ыллаш.

$$\bar{X}_t \equiv X_t - X_{t|t-1}$$

$$\bar{Z}_t \equiv Z_t - Z_{t|t-1} = Z_t - (L + M)X_{t|t-1},$$

Бу ерда (16) ни ыллаймиз. +уйидаги тенгликни келтириб ёзишимиз мумкин.

$$X_{t|t} = X_{t|t-1} + K(L\bar{X}_t + v_t). \quad (\text{B.1})$$

Биринчидан, (16)

$Z_{t|t-1} = (L + M)X_{t|t-1}$  ни келтириб чи=аради ва =уйидаги натижага олиб келади.

$$\bar{Z}_t = L\bar{X}_t + M(X_{t|t} - X_{t|t-1}) + v_t$$

Бунинг ырнига (B.1) ни натижа деб =абул =илишимиз мумкин.

$$\bar{Z}_t = (I + MK)(L\bar{X}_t + v_t). \quad (\text{B.2})$$

Демак, кутилган натижага эриша оламиз.

$$\bar{Z}_t = N\bar{X}_t + v_t, \quad (\text{B.3})$$

Бу ерда,

$$N \equiv (I + MK)L, \quad (\text{B.4})$$

$$v_t \equiv (I + MK)v_t. \quad (\text{B.5})$$

Тахминий хато динамикасини яратиш учун (23) ва (15) нинг ырнини алмаштириб (B.1) ни ыллаймиз.

$$\bar{X}_{t+1} = H(X_t - X_{t|t}) + u_{t+1} = H\bar{X}_t - HK(L\bar{X}_t + v_t) + u_{t+1}.$$

Бундан биз исталган натижага эришамиз.

$$\bar{X}_{t+1} = T\bar{X}_t + w_{t+1}, \quad (\text{B.6})$$

$$T \equiv H(I - KL), \quad (\text{B.7})$$

$$w_{t+1} = u_{t+1} - HKv_t. \quad (\text{B.8})$$



Энди (В.6) ва (В.3) алмаштирилган ва керакли тенглик была олади, стандарт Калмен филтер масаласи кутилаётган вариантлар  $\bar{X}_t$  билан  $\bar{Z}_t$  учун айна натижалар варианты шам была олади. Ыз-ыздан  $\bar{X}_{t|t}$  учун олдиндан щисобланган тенглик.

$$\bar{X}_{t|t} = PN'(NPN' + \sum_{vv})^{-1}(N\bar{X}_t + v_t) \quad (B.9)$$

Бу ерда  $\bar{X}_{t|t-1} \equiv 0$  ни шам щисобга олдик ва  $P \equiv Cov[\bar{X}_t - \bar{X}_{t|t-1}] = Cov[\bar{X}_t]$  кутилаётган натижалар учун асосий марказ (В.6) ор=али эса =уйидаги натижа келиб чи=ади:

$$P = TPT + \sum_{ww} \cdot \quad (B.10)$$

Щамда

$$\sum_{vv} = E[v_t v_t'] = (I + MK) \sum_{vv} (I + MK)', \quad (B.11)$$

$$\sum_{ww} = HK \sum_{vv} K' H' + \sum_{uu} \quad (B.12)$$

$$X_{t|t} = (I + KM)^{-1} [X_{t|t-1} + K(Z_t - LX_{t|t-1})] = X_{t|t-1} + (I + KM)^{-1} K [Z_t - (L + M)X_{t|t-1}] = X_{t|t-1} + (KM)^{-1} K \tilde{Z}_t = X_{t|t-1} + K(I + MK)^{-1} \tilde{Z}_t.$$

Бу ерда ты\ри келадиган бирликлар  $(I + KM)^{-1} \equiv I - (I + KM)^{-1} KM$  ва  $(I + KM)^{-1} \equiv K(I + MK)^{-1}$  тенгликларни =ылладик.

(В.9) ва (В.13) ни солиштириб, (В.3) ва  $\bar{X}_{t|t} = X_{t|t} - X_{t|t-1}$  ни =ыллаб =уйидаги натижани оламиз.

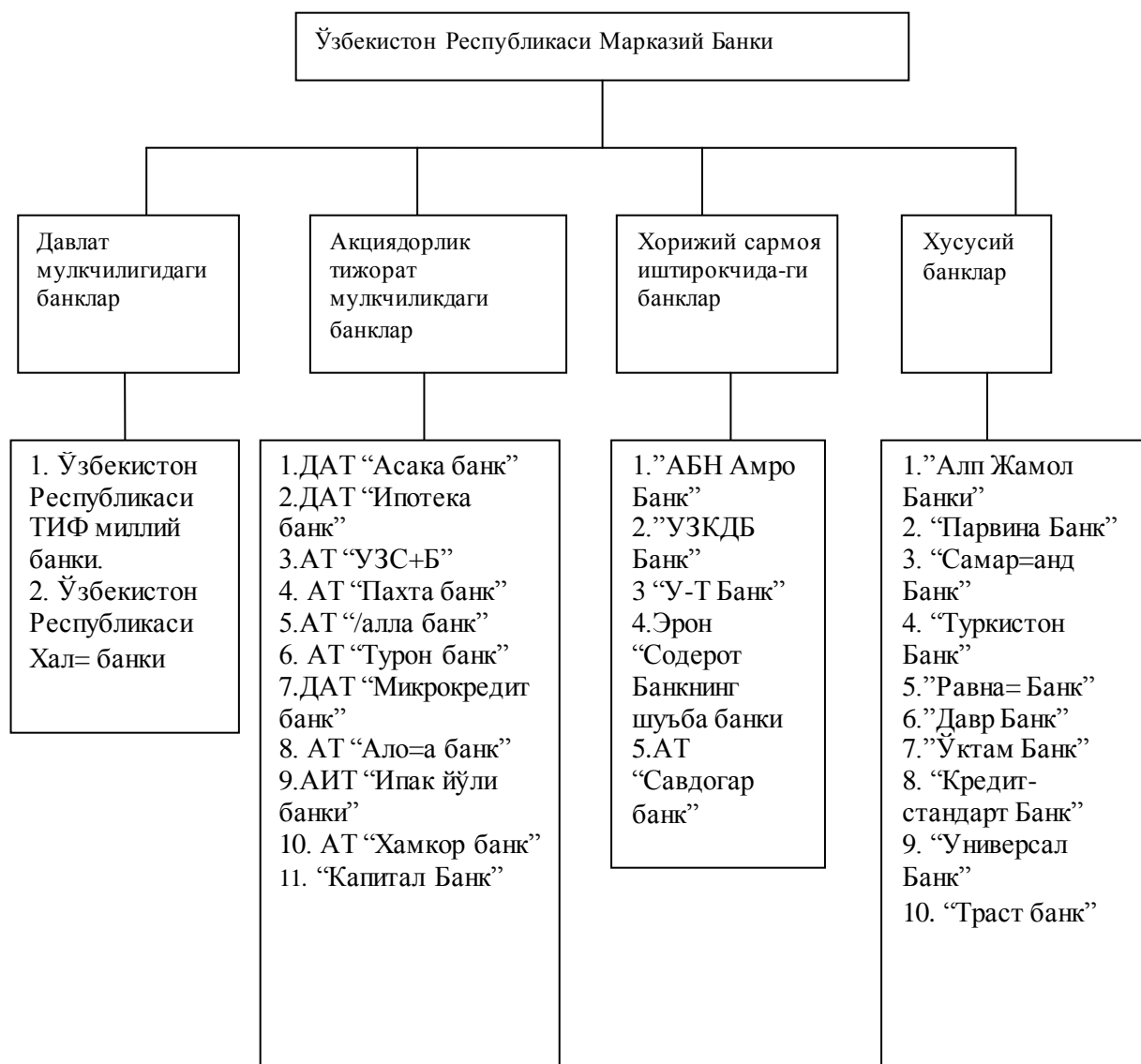
$$K(I + MK)^{-1} = PN'(NPN' + \sum_{vv})^{-1}$$

### 3.2. Марказий банкнинг монетар сиёсатини такомиллаш-тириш исти=боллари

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки монетар сиёсатининг таъсирчанлигини ошириш борасида бир =атор муаммолар мавжуд. Шозир уларни шал =илиш долзарб масалалардан биридир. Мазкур муаммолар тыли= шал =илинса, монетар сиёсатини такомиллаштириш ва демакки, Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати и=тисодиётни янада бар=арорлаштириш учун ишлашига замин яратади.

чизма

### Ўзбекистон Республикаси банк тизими<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Чизма муаллиф томонидан тайёрланган.

Давлатимиз монетар сиёсатини амалга оширишда ҳам кредит сиёсатидаги тамойилларга амал қилиб, асосий эътиборни юрри технологик ишлаб чиқариш салоҳиятини шакллантиришга қаратмоқда.

Шуни таъкидлаш лозимки, Республика четдан қарзга олаётган маблағларни биринчи навбатда ишлаб чиқариш соҳасига ва муҳим ижтимоий соҳаларга йўналтирмоқда. Бозор муносабатларига ётиш даври иқтисодиётининг дастлабки йилларида конвертациялашнинг бутун оқибатлиги ушбу манбалар зиммасига юкларни мақсадга мувофиқ эмас, чунки ҳозирги бозор иқтисодиётида қатта валюта тушумлари асосан юрри технологияли экспортга йўналтирилган ишлаб чиқаришлар ҳисобига таъминланади. Шунинг учун, шуқумат ва Марказий банкнинг мустақиллик йиллари ва бугунги кундаги сиёсати айнан шундай экспорт салоҳиятини ривожлантиришга йўналтирилган. Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов ўз нутқларидан бирида: «Қаҳат иқтисодиётимизнинг асосий ва етакчи тармоқларида таркибий ўзгаришларни амалга оширсаккина, мақсулотимиз экспорти ўсишига эришишимиз, тылов балансининг ижобий сальдосини таъминлашимиз ва шу билан иқтисодий мустақиллигимизни қафолатлашимиз мумкин», дея таъкидлаган эдилар. Масала шу тарзда қўйилганда миллий валютани конвертациялашда юрри технологияли ишлаб чиқаришни амалга ошираётган ва экспортдан олган даромадларнинг бир қисмини мамлакатимиз иқтисодиётига қайта инвестиция қилаётган ўшма қорхоналарга устунлик берилади. Муҳим ҳал-иҳтёмоли молларини ва экспортга мўлжалланган мақсулотларни ишлаб чиқариётган, республика иқтисодиётининг асосий ва етакчи тармоқларида устувор лойиҳаларни амалга оширишда иштирок этаётган товар ишлаб чиқарувчиларимиз ҳам бундай ҳуқуқдан фойдаланадилар. Бошқача айтганда, валюта ресурслари биринчи навбатда ишлаб чиқариш ва технологиялар билан шуғулланаётган қорхоналарга берилмоқда.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг монетар сиёсати ызига хос хусусиятларга эга былмо=да. Биринчидан, мажбурий резервлар ми=дорининг ю=орилиги /20 фоиз/ - тижорат банкларининг ресурсларини =ис=аришига сабаб былмо=да. Ты\ри, мажбурий резервлар тижорат банкларининг ликвидлигини таъминлайди. Биро=, у тижорат банклари ресурсларининг камайишига сабаб былади. Иккинчидан, очи= бозор операцияларини ривожлантириш лозим. Чунки, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки шу восита ор=али шам муомаладаги пул-массасига таъсир ытказа олиш имкониятига эга былади. Бу ор=али Марказий банкнинг пул-кредит сиёсатини юритишдаги таъсирчанлигини ошириш мумкин былади.

Хал=аро валюта фондининг тавсияларига биноан, 1994 йилдан бошлаб, шозирги ва=тгача пул-кредит сиёсати жуда =атти==ыллик билан ытказилмо=да. 1996 йилда пул массаси ва инфляциянинг ысиш суръатлари пасайишига катта таъсир кырсатган омил - пул-кредитни тартибга солишнинг ил\ор воситалари жорий этилиши, бюджет операциялари камомадини давлат =ис=а муддатли облигациялари билан таъминлаш ноинфляция усулининг =ылланилиши былди. Шу ердан кыриниб турибдики, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг монетар /пул-кредит/ сиёсати бир бутунликни ташкил этувчи иккита мураккаб вазифани шал этиши - и=тисодий ысиш жараёнларини ривожлантиришга кымаклашиши ва инфляцияни назорат остида тутиб туриши керак. И=тисодий ысиш эса бош вазифадир, албатта. Ислошотларни молиявий таъминлаш муаммоларини мушокама =илиш давомида масалаларнинг икки йирик блоки кындаланг былиб турибди.

Ўзининг ислошот моделига эга былган Ўзбекистон и=тисодий ысиш шароитларини шам, инфляция суръатларини кескин камайтириш вазифасини шам нисбатан осонро= шал этишнинг уддасидан чи=мо=да, деб айтиш учун барча асослар бор.

Бизнинг Республикада кредит ва валюта маблаълари исроф =илиб юборилаётгани йы=. Балки, ишлаб чи=ариш салоциятини ривожлантиришга сарфланмо=да. Асосан, ишлаб чи=ариш ащамиятига молик былган объектлар =урилиши щажми кескин кенгайиб бораётганлиги фикримизни тасди=лайди. Молиявий ресурслар етишмаётган шароитда и=тисодий ысишни =ис=а муддатларда таъминлаш осон вазифа эмас. Бу вазифа молиявий, шу жумладан, валюта маблаъларидан фойдаланишга о=илона ёндашишни талаб этади. Бунинг учун пулнинг и=тисодиёт таркибини янгилаш жараёнига таъсир =иладиган, бинобарин, ислохотлар муваффа=иятини таъминлайдиган ишлаб чи=ариш сощаларига сарфламо= керак. Бу ыринда Марказий банк маблаъларни бир ерга жамлаб, тижорат банклари томонидан уларнинг экспортга мылжалланган ва импортнинг ырнини босадиган тармо=ларга, асосий фондлар ва технологияларни янгилашга сарфланиши учун шароит яратишни ызининг асосий вазифаси, деб билади.

Муста=илликка эришилган дастлабки йилларда банк кредитларининг анчагина =исми саноатдаги устувор бир =анча лойищаларни пул билан таъминлашга сарфланди.<sup>1</sup> Улар орасида «ЫзДЭУавто» =ышма корхонаси (1843,2 млн. сым), Бухоро нефтни =айта ишлаш заводи (1210 млн. сым), «Кварц» АЖ шзуридаги архетектура ойнаси ишлаб чи=арадиган линия =урилиши (610,8 млн. сым) ва шу каби йирик бош=а объектлар мавжуд.

Бинобарин, и=тисодий ысиш вазифаларини щал этиш учун тижорат банклари томонидан инвестиция кредитлари ажратилишидан таш=ари, валюта маблаъларидан о=илона фойдаланиш щам керак былади. Шу сабабли, давлатимиз ызининг валюта сиёсатида щам кредит сиёсати тамойилига амал =илади. Яъни, юксак технологияли ишлаб чи=ариш салоциятини шакллантиришга устунлик беради. Ызбекистон

---

<sup>1</sup> Ъларанг: К.К. Янгаев и др. «Денежный рычаг укрепления независимости, или куда идут валюта и кредиты», журнал «Рынок, деньги и кредит», 1997 г., №6, стр. 4-7.

Республикаси и=тисодиёт учун зарур былган валюта тушумларини пахта, олтин, табиий хом-ашё щисобига олаётганлигимиз щеч кимга сир эмас.

Ўзбек сымининг щозирги ва=тда чекланган ички конвертацияга эга эканлиги ва республика валюта бозорининг щолати Ўзбекистон Республикаси Марказий банки монетар сиёсатининг ма=сади ва йыналишларининг ызига хослигини юзага келтиради. Бу ызига хослик, энг аввало, сымнинг А+Ш долларига нисбатан курсини бар=арорлаштириш ва ички валюта бозорини ривожлантириш - монетар сиёсатнинг бирламчи вазифалари-дан эканлиги намоён былади.

Валютани тартибга солиш сощасидаги мавжуд чора-тадбирлар ички бозорни жащон бозорларидаги ра=обатга бардош бера олмаган хорижий мащсулотларнинг эндигина ыз ишлаб чи=аришини =айта =ураётган ытиш даври и=тисодиётга эга былган мамлакатларга о=иб келишидан щимоя =илишга =аратилган. Валютани тартибга солиш шартлари, шу жумладан, конвертация тартиб-=оидаси айна шундай молларнинг кыплаб келтирилишига тыс=инлик =илади.

Кейинги йилларда ички инфляция даражасининг пасайиши Ўзбекистон товарларининг экспортини импортга =араганда анча фойдали =илиб =ыйиши керак эди. Лекин аслида тамойил шунинг тескарисини кырсатади. Ўзбекистонда ишлаб чи=арилаётган товарларнинг жащон бозоридаги жозибадорлигига таъсир кырватиши, шунингдек, ызбекистонлик ишлаб чи=арувчиларнинг мащсулотни экспорт =илишдан манфаатдорлигини оширишга таъсир кырватиши мумкин былган кучли восита миллий валютанинг реал курсини девальвация =илишдан (девальвация суръатлари инфляция суръатларидан ю=ори былганида) иборатдир. Шу ма=садда сынгни йилларда Ўзбекистон сымининг А+Ш долларига нисбатан силли= девальвацияси амалга ошириб келинмо=да.

Сымни кескин девальвация =илиб, айна ва=тда унинг айирбошлаш курсини бирхиллаштириш инфляциянинг ысишига олиб келиши мумкин.

Шу билан бирга, истеъмом бозоридаги озми-кыпми даражада айирбошлаш курси билан боли= былган бир =анча товарларнинг нархларини та==ослаш =ис=а муддатда нарх-навонинг ысиши унчалик катта былмаслигини ва узо= давом этмаслигини кырсатмо=да. Дастлабки, сакрашдан кейин нархлар щатто пасайиши, сынгра эса етарли даражада изчил пул-кредит сиёсати амалга оширилса, бар=арорлашуви мумкин.

Инфляция ызи билан бирга катта и=тисодий ва ижтимоий харажатларни олиб келади. Натижада ресурслар ноты\ри жойлаштирилади ва бу ыз навбатида, и=тисодий самарадорликнинг пасайишига олиб келади. Шунингдек, инфляция и=тисодий вакилларга ыз фаолиятини келгусида режалаштиришга хала=ит беради, щамда уларнинг олиб борилаётган и=тисодий сиёсатга былган ишонч даражасини пасайтиради. Бундан таш=ари, у миллий даромадни ащолининг бир =исми фойдасига ва иккинчи =исми зарарига =айта та=симлайди. Шу боисдан инфляцияга =арши кураш бутун дунёда щукуматнинг асосий вазифаларидан бири щисобланади. Ытиш даври и=тисодиётини бошидан кечираётган мамлакатлар тажрибаси шуни кырсатадики, ю=ори суръатдаги инфляция кузатилган щамма жойларда у ащолининг турмуш даражасига ёмон таъсир кырсатган. Бундай мамлакатларда бар=арорлаштиришга доир барча дастурларнинг ди==ат марказида инфляцияга =арши кураш масаласи туриши бежиз эмас. Амалиётда ытиш даври и=тисодиёти щукм сурган кыпгина мамлакатлар инфляция даражасини бир йилда 20-40 фоизга туширдилар, лекин уни янада пасайтириш щамма ва=т щам кутилган натижаларни беравермайди. Ызбекистонда энг катта инфляция 1992-1994 йилларда кузатилди. Инфляциянинг ю=ори даражада былишига шароит яратган бош=а омил нархларнинг даставвал паст даражада былганлигидир. Ытиш даври и=тисодиётини бошидан кечираётган давлатларда ишлаб чи=ариш ва миллий даромаднинг пасайиши натижасида тылов =обилиятининг тушиши республикалар ыртасида товар айланмасы

сезиларли даражада камайиб кетганлигининг асосий сабабларидан бири былди. Бундан таш=ари, соби= Совет Иттифо=ининг бош=а давлатлари билан илгариги и=тисодий ало=алар бузилганлиги, уларнинг ыз валюталарини киритганликлари, мустацкам тылов тизимининг йы=лиги Ызбекистоннинг чет давлатлар билан савдо =илишга ытишига объектив таъсир кырсади.

Ю=орида =айд этилган масалалар тыла щал =илинса, Ызбекистон Республикаси Марказий банкининг монетар сиёсатини янада такомиллаштириш, демак-ки, натижада банк тизимини янада ривожлантириш мумкин. Бу ыз навбатида и=тисодий ысиш суръатларини ошириши ва натижада ацколининг турмуш даражасини янада ошириши мумкин.

Умуман олганда, Ызбекистон Республикаси Марказий банки монетар сиёсати ызига хос хусусиятлардан келиб чи=мо=да. Хулоса =илиб айтганда, Марказий банкнинг монетар сиёсати таъсирчанлиги =анчалик ошса, шу даражада и=тисодиётимиз бар=арорлиги кафолатланади.

Хулоса =илиб шуни айтиш мумкинки, бозор и=тисодиётига ытиш даврида Ызбекистон Республикаси Марказий бинкининг монетар сиёсати ызига хос хусусиятларга эга. Эркин сузиб юрувчи валюта курслари тизимида Марказий банкнинг пул-кредит ва валюта сиёсатининг и=тисодиётга таъсири капиталларни экспорт ва импорт =илишни ра\батлантиришда намоён былади. Бунинг мазмуни миллий валюта курсини бар=арор са=лаб туриш билан белгиланади. Миллий валюта курсини бар=арор ушлаб туриш учун эса, щозирги даврда Ызбекистон Республикаси Марказий банкига олтин-валюта захираларини бош=ариш топширилган. Сумнинг нисбий бар=арорлигига фа=ат макрои=тисодий кырсадикчларни бир маромга етказилган-дагина эришиш мумкин.

Шундай =илиб, и=тисодиётни монетар сиёсат ор=али тартибга солиш жараёнларини ва унда Марказий банкнинг тутган ырни ва мав=еини



тад=и= =илиш, шозирги ва=тда, Ызбекистон Республикаси учун долзарб щисобланади.

### 3.3. Марказий банкнинг валюта сиёсатини такомиллаш-тириш йыллари

Ызбекистон Республикаси Марказий банки томонидан валюта сиёсатини такомиллаштиришнинг бир =анча йыналишларини мушокама этишга щаракат =илдик.

1. Валюта рискларини самарали бош=ариш ва тартибга солиш.

Щозирги ва=тда республика банк тизимида валюта рискларини тартибга солиш механизми Марказий банкнинг 2005 йил 28 мартдаги 392-сонли хати, яъни «Очи= валюта позициясини юритиш =оидалари»га мувофи= щолда амалга оширилади.

Очи= валюта позицияси ми=дори ваколатли банк томонидан сотиб олинган ва сотилган чет эл валютаси суммалари ыртасидаги фар= сифатида белгиланади. Бунда щар =андай бир турдаги чет эл валютаси быйича очи= валюта позицияси лимити щар бир операцион иш куни охирида 5 фоиздан, унинг суммар лимити эса - ваколатли банк ыз мабла\ларининг – 20 фоиздан ошмаслиги керак.

Мазкур тартиб Хал=аро валюта фонди тавсиялари асосида ишлаб чи=илган былиб, у чет эл валютасини харид =илиш ва сотишга оид операциялардан келиб чи=увчи позицияни самарали бош=аришга имконият яратади. Аммо, щисоб юритиш хусусиятларига кыра республикамизда янги щисоб-вара=лар режаси жорий этилганидан сынг,<sup>1</sup> шунингдек, валюта бозори жорий ащволи ызгаргач, амалдаги =оидалар, ваколатли банкларнинг валюта операциялари кенгайиши ва хорижий

<sup>1</sup> +аранг: Марказий банкнинг 1996 йил 13 ноябрдаги 290- сонли хати билан киритилган «Тижорат банкларининг кисоб-ра=амлар режаси».

валютага асосий воситалар сотиб олиш натижасида вужудга келиши мумкин былган валюта бозорини минималлаштириш быйича ани=йири=номаларга эга эмас эди. Хусусан, ушбу тартибда очи= валюта позицияси ваколатли банк томонидан мижозлар топшири=номалари быйича чет эл валютасини харид =илишда очи= валюта позицияси вужудга келиши мумкинлиги назарда тутилган. Бу эса амалдаги меъёрий базани =айта ишлашни талаб этади.

Хорижий тажрибани ырганиб чи=иш валюта позицияси щисоби чи=арилаётганда у форвард контрактлари быйича балансга келтирилганлик щисобга олинган чет эл валютасидаги актив ва пассивлар ыртасидаги мавжуд фар=, деб тушунилишини кырсатди. Шунингдек, А+Ш, Австралия ва бир =атор бош=а давлатларда очи= валюта позицияси лимитлари бозор конъюнктурасидан келиб чи==ан шолда банклар томонидан муста=ил равишда белгиланади.<sup>1</sup>

Банкларнинг очи= валюта позициясини юритиш механизми валюта бозорида жам\ариш (тыплаш) ма=садларида тижорат банклари томонидан чет эл валютасининг харид =илинишига доир операцияларини назорат =илиш щамда баъзи бир даражада айирбошлаш курсининг но=улай ызгариши натижасида тижорат банкларини мумкин былган йы=отишлардан щимоялаш имконини беради.

Валюта айирбошлаш курслари тебраниши натижасида тижорат банкларининг кызда тутилмаган зарарларини камайтириш учун валюта рискинн тартибга солиш сощасида =уйидаги чора-тадбирларни кыриш ма=садга мувофи= деб щисобланади:

- Ызбекистон Республикаси Марказий банкининг бу борадаги амалдаги йири=номасини очи= валюта позициясини чет эл валютасидаги активлар ва пассивлар ыртасидаги фар= сифатида, деб таснифланиб, ызгартирилишига эришиш;

---

<sup>1</sup> +аранг: IMF «EXCHANGE ARRANGEMENT», 1999 year, Washington.

- Барча банклар очи= валюта позициясининг амалдаги ми=дорларини уларнинг чет эл валютасидаги активлари ва мажбуриятлари нисбатини =иёслаш йили билан ани=лаш;
- А+Ш доллари ва ЕВРО быйича валюта позициялари лимитларини диверсификация =илиш. Бунда улар валюта щисоб-китобларининг асосий бирликлари эканлигини назарда тутиш керак;
- Ваколатли банкларга мамлакатлар, корреспондент-банклар ва операциялар турлари быйича муста=ил равишда лимитларни ишлаб чи=ишни тавсия этиш. Корреспондент-банклар быйича лимитлар мамлакатларга доир лимитлар ми=дори доирасида ырнатилиши лозим. Ушбу лимитлар щам ыз навбатида операциялар турлари (корреспондент щисоб-ра=амлар быйича лимитлар, депозит счетлар быйича лимитлар, =оплаш счетлари быйича лимитлар, кафолатлар быйича лимитлар, аккредитив ва кредит линиялари быйича лимитлар) быйича былиб чи=илган былиши лозим. Мамлакатлар быйича лимитлар ырнатишни молиявий бащолаш асосига банкларнинг ишончлилиги ва уларнинг бозорда тутган ырнини щисобга олган щолда етакчи рейтинг агентликларининг маълумотларини олиш мумкин.

2. Ваколатли банк томонидан норезидентлар билан оффшор операцияларининг амалга оширилиши масалалари.

Хорижий мамлакатлар валютасида тушумни кыпай-тириш имкониятларидан бири - норезидентларга, биринчи навбатда, Марказий Осиёнинг Ўзбекистонга =ышни щудудларда яшовчи бош=а давлатлар фу=ароларига кырсатилаётган хизмат турлари ва щажмини кенгайтиришдир. Щозирги ва=тда, Болти=быйи мамлакатлари банкларида норезидентлар томонидан очилган щисоб-вара=ларнинг умумий ми=дори ушбу банклар балансининг анчагина =исмини ташкил этади ва уларга сезиларли фойда келтирмо=да. Щозирги ва=тда ушбу масала Ўзбекистон

банклари томонидан Марказий Осиё банк хизматлари бозорида узо=муддатли исти=болдаги вазифа былса шам, аммо республикамизга чегарадош шудудларда банк тизими етарлича ривожланмаганлигини шисобга олган шолда =уйидагиларни амага оширишни ма=садга мувофи=деб шисоблаймиз: норезидент юридик шахслар томонидан минимал меъёрий талабларга риоя =илган шолда омонат =ыйилмаларини са=лаш ва тыловларни амалга ошириш имкониятларини кенгайтириш.

Шунингдек, оффшор шудудлар очиш масаласини кыриб чи=иш керак. Хусусан, хал=аро туристик шашар шисобланган Самар=анд, Бухоро ёки Хивани оффшор шудуд былишига эришиш. Бу шолда атрофдаги =ышни давлатлардан =ышимча валюта ресурсларини жалб этиш имконияти ту\илади.

3. Жалб =илинган валюта мабла\ларидан фойдаланиш масалалари.

Шозирги ва=тда ваколатли банкларнинг мажбуриятлар остида олинган ва омонатларга жалб =илинган валюта мабла\ларидан фойдаланиш имкониятлари чекланган былиб, бу ыз навбатида ушбу иш сошасидаги фаолликнинг сустлигида шам намоён былмо=да. Биринчидан, инвестиция лойищалари учун валюта кредитларини бериш ушбу лойищаларнинг экспортга йыналтирилганлиги ва валютада ыз-ызини =оплашини таъминлаши лозим. Шу туфайли, ушбу шартларга жавоб берадиган лойищалар сони шам кам ми=дорни ташкил этади. Иккинчидан, жисмоний шахсларга валюта кредитларининг берилиши =арийб тыхтатиб =ыйилган. Ушбу омилларни шисобга олган шолда ва валюта кредитлари айланишини ошириш ма=садида =уйидагилар тавсия этилади:

- ваколатли банкларнинг жисмоний шахсларга тегишли гаров таъминоти остида чет эл валютасида микрокредитлар, шу жумладан, на=д пул бериш-ларини ривожлантириш ва ушбу механизмни такомиллаштириш лозим;
- валюта кредитлари быйича тыловни амалга оширувчи

корхоналарнинг экспортдан олинган валюта тушумини ушбу кредитларга доир асосий =арз ва фоиз тыловлари суммаси ми=дорида мажбурий тарздаги сотувдан озод этиш ва ваколатли банкларга чет эл валютасидаги лизинг кредитлари берилишини тавсия этиш.

4. Хорижий валютадаги =арз мажбуриятларини муомалага чи=ариш.

Ваколатли банклар томонидан Ўзбекистон Республикаси резидентлари ва норезидентлари учун чет эл валютасидаги =арз мажбуриятлари (облигациялар, турли хил имтиёзли акциялар, депозит сертификатлари ва векселлар) нинг муомалага чи=арилиши ма=садга мувофи=дир.

Резидентлар учун валюта облигацияларини муомалага чи=ариш. Чет эл валютасидаги деноминация =илинган ички заёмларнинг чи=арилиши ваколатли банклар учун чет эл валютасини жалб =илиш йилларидан бири былиши мумкин. Бунда ашқолини облигацияларни сотиб олишга =изи=тириш учун фоиз ставкалари анча ю=ори былиши лозим.

5. Хал=аро бозорлардан мабла\ларни жалб =илиш.

Шқозирги ва=тда, хал=аро бозорларда =арз мажбурият-ларини муомалага чи=ариш йылидаги \овлардан бири, жащон бозорида республикамиз тижорат банклари ва умуман мамлакатимиз рейтингининг энди ташкил топаётганлигини саналади. Бундан таш=ари, норезидентлардан валюта заёмларини олиш учун тыси= былаётган омиллар =аторига жорий хал=аро операциялар быйича конвертациянинг мавжуд эмаслигини таъкидлаб ытиш лозим.<sup>1</sup> Ю=орида =айд этилганлардан келиб чи==ан шқолда, шунингдек, хал=аро капитал бозорларидаги салбий анъаналарни шқисобга олсак, ваколатли банклар томонидан хал=аро =арз мажбуриятлари бозорида муомалада быладиган =арз мажбуриятларини муомалага чи=ариш етарлича исти=болга эга эмаслигини кыришимиз

<sup>1</sup> ХВФ Келишув моддалари ва услубларига мувофи=, хорижий мажбуриятлар быйича фонзларни тылаш тылов балансининг жорий операциялар былимига тегишлидир.

мумкин.

## 6. Жисмоний шахслардан валюта ресурсларини жалб =илиш.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 1998 йил 23 сентябрдаги «Жисмоний шахсларнинг чет эл валютасидаги омонат =ыйилмаларини ра\батлантиришга доир чора-тадбирлар ты\rисида»ги Фармониға мувофи=, Таш=и и=тисодий фаолият миллий банкида та=дим этувчи учун валюта =ыйилмаларига жисмоний шахсларнинг мабла\ларини жалб этиш амалға оширилиши бошлаб юборилди. Натижада, банкларға =ышимча валюта ресурслари жалб этилди. Та=дим этувчи учун омонат =ыйилмалари операцияларини юритиш тажрибаси Марказий банк томонидан ырганиб чи=илди ва умумлаштирилди. Марказий банкнинг бу борадаги шозирги вақтда амал =илаётган йыри=номаси<sup>1</sup> та=дим этувчи учун талаб =илиб олингунга =адар турдаги муддатли жам\арма шисоб-вара=лари ва талаб =илингунга =адар жам\арма шисоб-вара=ларини очишға рухсат этади. Бунда депонентға =ыйилаётган мабла\ларнинг энг ю=ори ми=дори чекланмайди ва ушбу шисоб-вара=лар Банк депозиторлари ты\rисидаги Миллий базада рыйхатға олинмайди. Бунда депозит шисоб-вара=лари быйича операциялар на=д шаклда амалға оширилиши назарда тутилади. Айни пайтда, миждоз валютани шисоб-вара=дан олиб, чет элга чи=ариб юборишға хошиш билдирса, шахсни тасди=ловчи гувошномани та=дим этиши лозим былади.

Ваколатли банклар имкон =адар эркин айирбошлана-диган валютада =ышимча ресурслар жалб =илишға, шу жумладан, жисмоний шахсларнинг хорижий валютадаги жам\армаларини ра\батлантириш ор=али шаракат =илишлари лозим. Фикримизча, бунға эришиш учун биринчидан, валюта сошсасидаги хизмат турини кыпайтириш керак, иккинчидан, хизмат харажатларини камайтириш зарур, учинчидан,

<sup>1</sup> +аранг: Марказий банкнинг 1999 йил 20 февралдаги 439- сонли «Ваколатли банклар томонидан эркин айирбошланадиган валютада та=дим этувчига депозит быйича операцияларни амалға ошириш тартиби ты\rисидаги Низом», Адлия вазирилигида 1999 йил 15 мартда 673-сон билан рыйхатға олинган.

хорижий валютадаги депозитлар учун банк томонидан тыланадиган фоиз ставкаларини =айта кыриб чи=иш керак.

7. Корреспондент муносабатларини ривожлантириш. Фикримизча, миллий валютадаги корреспондент ало=аларни ривожлантириш бевосита хал=аро савдо ало=аларида миллий валютамыз - сымдан кенг ми=ёсда фойдаланишга асос былади. Хусусан, Ўзбекистон Республикаси билан эркин савдо тизими ва энг ю=ори даражада =улайликлар яратилишини кызда тутувчи битимлар имзоланган давлатларнинг хыжалик юритувчи субъектлари билан миллий валютада товарлар (бajarилган ишлар, кырсатилган хызматлар)ни экспорт ва импорт =илиш учун республикамыз корхона ва ташкилотлари томонидан шартномалар имзоланишини ма=садга мувофи= деб щисоблаймыз.

8. Валюта курсини бирхиллаштиришга эришиш лозим.<sup>1</sup> Валюта курсини бирхиллаштириш и=тисодиётдаги номутаносибликнинг олдини олади ва мамлакат и=тисоди-ётини жонлантиради.

9. Хал=аро валюта фондининг Битимлар Моддасининг (Статьи Соглашения МВФ) VIII- моддасини =абул =илишимиз керак. Чунки, шу щолда республикага кыплаб мабла\ларни инвестиция кыринишида о=иб келишини таъминлашимиз мумкин.<sup>2</sup>

10. Марказий банкнинг валюта сиёсатининг таъсирчан-лигини ошириш учун валюта чекловларини биров былса-да енгиллаштириш зарур, шунингдек, валюта =онунчилигидаги тижорат банклари учун ырнатилган жиддий чекловларни =айта кыриб чи=иш, яъни енгиллаштириш зарур.

11. Марказий банкнинг Голд-своп операцияларини ривожлантириш тавсия этилади. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг валюта сиёсати доирасида амалга оширадиган асосий вазифаларидан бири,

---

<sup>1</sup> +аранг: Тожиев Р.Р. Республика валюта сиёсатидаги ызига хос хусусиятлар БМА, «ЎЗР банк-молия тизимининг инситутционал ривожланиш жараёнида хал=аро тажрибадан фойдаланиш» мавзусидаги Хал=аро илмий-амалий конференцияси, 2002 й., 3 май.

<sup>2</sup> +аранг: Жумаев Н.Х. «Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш йыллари», и.ф.н. илмий даражасини олиш учун диссертация автореферати, Тошкент, 2002 й.

мамлакатда тижорат характеридаги валюта операцияларини ривожлантириши учун улай муштарак яратиш шартланган. Шунинг учун муддатли операцияларни ривожлантириш жуда долзарб ва мураккаб масала бўлиб турибди. Бунинг учун эса, жорий бозорни ривожлантириш зарур. Аввало, Республика Валюта Биржасининг ликвидлилигини таъминлаш зарур. Чунки шар андай турдаги муддатли валюта операцияси - своп, форвард, валюта опционлари ва фьючерслар билан боғлиқ операциялар бироз натижада спот бозорининг ликвидлилигига боғлиқ. Марказий банк Голд-своп операциялари воситасида спот бозорининг ликвидлилигини таъминлаш ва тизим мобайнида таъминлаб туриши мумкин. Аммо бунда спот бозоридаги ликвидлик доимий характерга эга бўлиши лозим. Акс ҳолда Голд-своп операциялари жиддий зарар келтириши мумкин. Бунда спот бозорининг ликвидлилиги янада пасайиб кетиши мумкин.

12. Ташқи арзани таъминлаш механизмини такомиллаштириш лозим.

Ҳулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, бозор иқтисодиётига ытиш даврида Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг валютани тартибга солиш тизими ва валюта сиёсати ызига хос хусусиятларга эга.

Эркин сузиб юрвчи валюта курслари тизимида Марказий банк валютасиёсатининг иқтисодиётга таъсири капиталларни экспорт ва импорт қилишни рағбатлантиришда намоён бўлади. Бунинг мазмуни, миллий валюта курсини баробар сақлаб туриш билан белгиланади. Миллий валюта курсини баробар ушлаб туриш Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг бош мақсади бўлиб шартланади.<sup>1</sup> Шу жиҳатдан, Марказий банкка олтин-валюта резервларини бошқариш юклатилган. Сымнинг нисбий баробарлигига фақат макроиқтисодий кўрсаткичларни бир маромга етказилгандагина эришиш мумкин.

---

<sup>1</sup> +аранг: “Ўзбекистон Республикаси Марказий банки таърихида”ги +онун, 3-модда, Тошкент, 1995 йил 21 декабр.



Мамлакатнинг олтин-валюта резервларини бош=ариш резерв активлари таркибини такомиллаштириш ма=садида диверсификация =илинади. Олтин-валюта резервларини уларнинг хавфсизлиги ва диверсификация асосида бош=ариш ю=орида таъкидлаб ытилганидек, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг пул-кредит ва валюта сиёсатининг асосий вазифаси миллий валютамизни бош=а давлатларнинг =атти= валюталарига алмашилишини таъминлашдан иборатдир. Шунингдек, тылов балансининг жорий операциялари бййича мавжуд чекловларни олиб ташлаш ма=садга мувофи= щисобланади. Бунинг учун дунё тажрибалари шуни кырсатмо=даки, биринчи навбатда чет эллик щамкорларни =изи=тириш ва улар билан тенг шу=у=лилик асосида иш олиб бориш ма=садида уларга кыпро= =улайликлар яратиш тавсия этилади.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг валюта сиёсати миллий валютамизнинг бар=арорлигини оширишга ва чет эл валюталарига щеч бир тыси=сиз алмашилишига хизмат =илиши лозим.

Шундай =илиб, и=тисодиётни валюта муносабатлари ор=али тартибга солиш жараёнларида Марказий банкнинг тутган ырни ва мав=еи и=тисодиётни эркинлаштиришнинг щозирги бос=ичида, Ўзбекистон Республикаси учун долзарб щисобланади.

#### **+ис=ача хулосалар:**

Олтин валюта резервлари динамикасининг базис модели – ю=орида айтилган Дорнбушнинг чала шаракатчан капитал моделидир.

Дисконт сиёсати - Марказий банкнинг щисоб ставкаси-ни ызгартириш йыли билан миллий валюта курсига ва тылов балансининг щолатига таъсир этиш сиёсатидир.

Очи= бозор сиёсати деганда Марказий банкнинг ыз мабла\лари щисобидан очи= бозордан =имматбащо =о\озларни сотиб олиши ва сотиши тушунилади.

Девальвация - (лотинча сыздан олинган былиб, de - valeo - =адри тушиши маъносини англатади) - миллий валютани чет эл валюталарига ёки хал=аро щисоб-китоб пул бирликларига нисбатан =адридинг тушишидир.

Ревальвация - (лотинча сыздан олинган былиб, re - valeo - =адри ошиши маъносини англатади) - миллий валютани чет эл валюталарига ёки хал=аро щисоб-китоб пул бирликларига нисбатан =адридинг ошишидир.

### **Назорат учун саволлар:**

1. Марказий банклар фаолияти =андай тащил =илинади?
2. Эконометрик моделларни =андай усуллари мавжуд?
3. Моделлаштиришнинг асосий вазифаси нима?
4. Инфляцияни таргетлашга мисол келтиринг.
5. Реал валюта курси =андай ани=ланади?
6. Хорижий тажрибаларни Ызбекистонда =ыллаш имкониятлари мавжудми?
7. Таргетлаш быйича хал=аро тажрибалардан мисол келтиринг.
8. Макрои=тисодий моделларни тащил =илинг.

### **Тавсия этиладиган адабиётлар**

1. Абдуллаева Ш.З. Банк иши. Дарслик.Т.: “Молия” 2005., 510 б.
2. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: учебник / под ред. Красавиной Л.Н. - 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 576 с.
3. О’Нил У. Как делать деньги на финансовом рынке: Стратегия торговли на росте и падении / Уильям О’Нил; Пер. с англ. – 3-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 329 с.
4. Шапкин А.С. Экономические и финансовые риски. Оценка,

управление, портфель инвестиций. – 5-е изд. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и Ко», 2006. – 544 с.

5. Глобализация и национальные финансовые системы / Под ред. Дж. А. Хансона, П. Хонохана, Дж. Маджони. Пер. с англ. – М.: Издательство «Весь мир», 2005. – 320 с.

6. Форекс от первого лица. Валютные рынки для начинающих и профессионалов / Ведихин. А. В., Глеб П. А., Борис Ш. Н. - М.: Изд-во Омега-Л, 2005. – 428 с.

7. Суэтин А.А. Международные валютно-финансовые отношения: учебник - 2-е изд., испр. и доп. – М.: КНОРУС, 2005. – 288 с.

**Вебсайтлар:**

1. [www.forex.com](http://www.forex.com)
2. [www.thebanker.com](http://www.thebanker.com)
3. [www.bankinfo.uz](http://www.bankinfo.uz)
4. [www.uzland.uz](http://www.uzland.uz)
5. [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

## Адабиётлар рыйхати

### I. +онунлар, бош=а шу=у=ий, сиёсий шужжатлар

1. «Банк ва банклар фаолияти ты\рисида»ги Ўзбекистон Республикаси =онуни, 25 апрель 1996 йил.
2. «Валютани тартибга солиш ты\рисида»ги Ўзбекистон Республикаси =онуни, 23 май 1993 йил.
3. «Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки ты\рисида»ги Ўзбекистон Республикаси =онуни, Тошкент, 21 декабрь 1995 йил.
4. «Биржадан таш=ари валюта бозорини ривожлантириш быйича чора-тадбирлар ты\рисида»ги Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Мащкамасининг =арори, 16 декабрь 1997 йил.
5. “Биржадан таш=ари валюта бозорини либераллаштириш ва янада ривожлантириш быйича чора-тадбирлар ты\рисида”ги Ўзбекистон Республикаси Президентининг Фармони, 1 июль 1998 йил.
6. «Биржадан таш=ари валюта бозорини янада ривожлантириш ва бар=арорлаштириш быйича чора-тадбирлари ты\рисида»ги Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Мащкамасининг 245-сонли =арори, 29 июнь 2000 йил.
7. «Валюта бозорини янада эркинлаштириш чора-тадбирлари ты\рисида»ги Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Мащкамасининг 263-сонли =арори, 22 июнь 2001 йил.
8. «Ички валюта бозорида алмашув курсларини бирхиллаштириш чора-тадбирлари ты\рисида»ги Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Мащкамасининг 422-сонли =арори, 25 октябрь 2001 йил.
9. Каримов И.А. Ўзбекистон бозор муносабатларига ытишнинг ызига хос йыли, Т.: Ўзбекистон, 1993 йил.
10. Каримов И.А. Ўзбекистон XXI аср быса\асида: хавфсизликка тащдид, бар=арорлик шартлари ва тара==иёт кафолати, Т.: Ўзбекистон,

1997 йил.

11. Каримов И.А. Ўзбекистон XXI асрга интиломо=да, Т.: Ўзбекистон, 1999 йил.

## **II. Китоблар ва рисоалар**

1. Абдуллаева Ш.З. «Пул, кредит ва банклар», Тошкент, «Молия» нашриёти, 2000 йил.

2. Абдуллаев Ё., +оралиев Т. «Пул», Тошкент, «Мещнат» нашриёти, 1996 йил.

3. Банковская система Узбекистана в годы независимости Под ред. Муллажонова Ф.М.-Т.-1996 г.

4. Борисов С.М. Азбука обратимости или что надо знать о конвертируемости валют, Москва, изд. ФиС, 1991 г.

5. Валютная политика капиталистических стран, Москва, изд. Наука, 1990 г.

6. Валютный рынок и валютное регулирование, под ред. доц. И.Н. Платоновой, Москва, изд. БЕК, 1996 г.

7. Василишен Э.Н. Регулирование деятельности коммерческого банка, Москва, изд. Финстатинформ, 1995 г.

8. Валютно-финансовый менеджмент. Безбородов А.Г. // Под ред. проф. Кадырова А.К., Ташкент – 1998 г.

9. Вексель. Под ред. проф. Тен В.А., Ташкент, изд. «Шарк», 1996 г.

10. Ёылдошев М., Турсунов Ё. «Банк шу=у=и», Тошкент, «Молия» нашриёти, 2000 йил.

11. Как сделать рубль конвертируемым? По материалам международного конкурса на лучшую работу по конвертируемости рубля (Москва-Вашингтон, август 1989 г. – май 1990 г.). -М.: ФиС, 1990 г.

12. Красавина Л.Н. Международные валютно-кредитные финансовые отношения.- М.: Финансы и Статистика, 1994 г.

13. Макроэкономические проблемы переходного периода в Узбекистане. Под ред. Муллажонова Ф.М., Т. – 1998 год.
14. «Макроэкономика» Глобальный подход Джеффри Д-Сакс, Фелипе Лорен Б., Издательство «Дело». Москва - 1996.
15. Матук Ж. Финансовые системы Франции и других стран, Банки. - М.: АО Финстатинформ, 1994г., стр.259-321.
16. Международные валютно-финансовые и кредитные отношения, Москва, изд. «Международные отношения», 1984 г.
17. Наумченко О. Роль Центрального банка в денежно-кредитном регулировании экономики. - Москва, 1995 г.
18. Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений, под ред. Круглова В.В., Москва, изд. ИНФРА-М, 1998 г.
19. Радионов С.С., Бабичева Ю.А. Денежно-кредитное регулирование капиталистической экономики, Москва, изд. ФиС, 1991 г.
20. Семенов К.А. Международные валютные и финансовые отношения, Москва, изд. ТЕИС, 1999 г.
21. Спец. выпуск №7 Федерального банка Германии, Frankfurt am Main, 1995 г., стр.1-92.
22. Ылмасов А., Шарифхыжаев М. Итисодий назария.-Т.: Мещнат, 1995 й.
23. Ўзбекистон Республикаси банк тизими, Ф.М.Муллажонов таърири остида, Тошкент, «Ўзбекистон», 2001 й.
24. Федоров Б.Г. Современные валютно-кредитные рынки, Москва, изд. ФиС, 1989 г.
25. Хаггарт Г. Введение в денежно-кредитную политику, Центр по изучению деятельности Центральных банков. - Банк Англии., Л.: 1996 г.
26. Шмырева А.И., Колесников В.И., Климов А.Ю. «Международные валютно-кредитные отношения», Санкт-Петербург, изд. «Питер», 2001 г.

27. World Development Report 2000, Washington, Published for the World Bank.

28. Anna J. Schwartz “Do Currency Boards Have a Future?”, London, The Wincott Foundation 1992.

29. Competition and co-operation in world banking, The Institute of bankers, London, 1985.

30. Exchange arrangements – 2000, Washington, Published for the World Bank.

31. Michael Melvin “International Money and Finance”, USA, 1997 by Addison-Wesley Educational Publishers Inc.

32. Michael Portillo “Democratic Values and the Currency”, London, The Institute of Economic Affairs, 1998.

33. “Monetary Policy Frameworks in a Global Context”, Edited by Lavan Mahadeva and Gabriel Sterne, 2000 Bank of England.

34. Peter Bond “The Monetary and Financial System”, London, COPYRIGHT - PETER BOND 1990.

### **Ш. Рызнома ва журналлардаги ма=олалар**

12. Абдуллаева Ш.З., Жумаев Н.Х. Валютный риск и его критерии, // Рынок, деньги и кредит, 2001 г., №6, стр. 10-11.

13. Асретдинов Ж., Жумаев Н. Марказий банклар валюта операциялари тизими, // Бозор, пул ва кредит, 1999 й., 7-8-сон.

14. Деньги и кредит, // М.: Финансы и Статистика,- 1997-2001 йиллар.

15. Жумаев Н.Х. Валюта сиёсатининг асосий шакллари, // Бозор, пул ва кредит, 1998 й., 5-сон, 44-бет.

16. Жумаев Н.Х. Марказий банклар валюта операциялари тизими, // Бозор, пул ва кредит, 1999 й., 3-сон, 6-8 бетлар.

17. Жумаев Н.Х. Германия банк тизими, // Бозор, пул ва кредит, 2000 й., 5-сон. 14-16 бетлар.

18. Жумаев Н.Х., Ытбосаров К.И. Основные направления валютной политики Центрального банка, // Тезисы докладов Международной научно-практической конференции, Российская экономическая академия, Москва – 2000.

19. +одиров А.+ Исти=лолнинг и=тисодий бар=арорлиги, Бозор, пул ва кредит, 1997 йил, 5-сон, 8-бет.

20. Муллажонов Ф.М. Банк тизимидаги ислохотлар ва Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг монетар сиёсати, Бозор, пул ва кредит //, 1/1998.

21. Муллажонов Ф.М. Муста=ил Ўзбекистон банк сиёсатининг мушим йыналишлари, Бозор, пул ва кредит //, 1998 йил, 8-сон, 5-бет.

22. Муллажонов Ф.М. Банк соҳаси: ма=садимиз – и=тисодиётдаги ызгаришларни жадаллаштириш, Бозор, пул ва кредит //, 1999 йил, 1-сон, 2-9 бетлар.

23. Тожиев Р.Р. Республика валюта сиёсатидаги ызига хос хусусиятлар // БМА, «ЎЗР банк-молия тизимининг институционал ривожланиш жараёнида хал=аро тажрибадан фойдаланиш» мавзудаги Хал=аро илмий-амалий конференцияси, 2002 й., 3 май.

24. Тоймушамедов И.Р., Тожиев Р.Р. И=тисодиётни эркинлаштириш шароитида кредит портфелини бош=ариш йыллари, // ТМИ, «И=тисодиётни эркинлаштириш шароитида банк тизимининг роли» мавзудаги Республика илмий-амалий конференцияси, 2002 й., 20 май.

25. Тен В.А., Жумаев Н.Х. Пул муомаласини тартибга солишда валюта сиёсатидан фойдаланиш, // Бозор, пул ва кредит, 2001 й., 8-сон. 18-22 бетлар.

26. Янгаев К.К. Сум будет конвертируемым, // Народное слово, 1997 (май) г.



#### **IV. Веб-сайтлар**

1. <http://www.bankofengland.co.uk/markets/forex/index.htm>
2. <http://www.bankofengland.co.uk/markets/money/index.htm>
3. <http://www.bankofengland.co.uk/coreuproses.htm>
4. <http://www.federalreserve.gov>
5. <http://www.boj.or.jp/en/siryo/stat/tumi0106.htm>

## М У Н Д А Р И Ж А

Кириш.....	6
.....	
I-Боб. Марказий банкнинг итисодиётда тутган мавъеи ва уни белгиловчи омиллар.....	7
1.1. Пул муомаласини ташкил этиш асослари ва тамойиллари.....	7
1.2. Марказий банк, унинг ривожланиш тарихи ва итисодиётда тутган ырни.....	25
..	
1.3. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг ташкил топишидаги шарт-шароитлар.....	34
1.4. Марказий банкнинг анъанавий функциялари.....	38
1.5. Марказий банкнинг мустақиллиги ва маъомиллари.....	45
.....	
II-Боб. Монетар сиёсат ва итисодиётни пул-кредит воситалари орқали тартибга солиш.....	54
2.1. Пул-кредит сиёсатининг моцияти.....	54
2.2. Марказий банкнинг дисконт (щисоб) сиёсати.....	56
2.3. Марказий банкнинг очиқ бозордаги операциялари.....	73
2.4. Марказий банкнинг мажбурий захиралар сиёсати.....	78
2.5. Марказий банкнинг валюта.....	88

сиёсати.....	
III-Боб. Марказий банкнинг монетар сиёсатини тако-миллаштириш масалалари.....	109
.....	
3.1. Фиксирланган валюта курсига чай=овчилик хужуми.....	109
3.2. Марказий банкнинг монетар сиёсатини такомиллаш-тириш исти=боллари.....	155
.....	
3.3. Марказий банкнинг валюта сиёсатини такомиллаш-тириш йиллари.....	162
.....	
Адабиётлар	173
рийхати.....	
Мундарижа.....	179
.....	