

Pul-Kredit Siyosatining Iqtisodiy O‘Sishdagi Rolini Oshirish Yo‘llari

Iskandarov Shaxboz¹

Annotatsiya: Maqolada pul-kredit siyosatining iqtisodiy o‘shishga ta’siri to‘g‘risidagi ilmiy nazariyalar va empirik izlanishlar tadqiq etilgan bo‘lib, o‘rganishlar pul-kredit siyosatining qisqa muddatda iqtisodiy o‘shishga ta’siri neytral ekanligini va uzoq muddatda ta’sirga ega ekanligini ko‘rsatdi. Shuningdek, maqolada O‘zbekistonda amalga oshirilayotgan pul-kredit siyosati tahlil qilingan bo‘lib, tahlilda natijalariga asosan xulosa va takliflar shakllantirilgan.

Kalit so‘zlar: pul-kredit siyosati, iqtisodiy o‘shish, inflyatsion targetlash, inflyatsiya, valyuta kursi, iqtisodiy shok.

Kirish

O‘tgan asr davomida turli iqtisodiy nazariyalar ishlab chiqilgan bo‘lib, ular asosida mamlakatlar o‘zlarining makroiqtisodiy siyosatlarini ishlab chiqmoqdalar va amalga oshirmoqdalar. Darhaqiqat, makroiqtisodiy siyosatning asosiy instrumentlari sifatida rivojlanib kelayotgan fiskal va pul-kredit siyosatlari iqtisodiy o‘shish jarayonini tezlashtirish va iqtisodiyotni barqarorlashtirish uchun zarur bo‘lgan samarali, moslashuvchan va oqilona prognoz qilish imkonini beradigan makroiqtisodiy instrumentga aylandi.

Rivojlanayotgan mamlakatlardagi samarasiz pul-kredit siyosati, fiskal siyosatning iqtisodiyotdagi o‘rnini sezilarli darajada oshishiga va pul-kredit siyosatini ikkinchi darajali instrumentga aylanib qolishiga olib keldi.

Shu sababdan, pul-kredit siyosatining iqtisodiy o‘shish tendensiyalariga ta’sirini o‘rganish iqtisodiy jihatdan ta’sirchan bo‘lgan rivojlanayotgan mamlakatlar uchun dolzarb hisoblanadi.

Adabiyotlar sharhi

Pul-kredit siyosati va iqtisodiy o‘shish nazariyalari vaqt o‘tishi bilan tez rivojlandi, biroq ularda tafovutlar, noaniqliklar va qarama-qarshiliklar hukmronlik qildi². Iqtisodiy o‘shish va pul-kredit siyosati bog‘liqlik klassik nazariyalari “pulning miqdor nazariyasi”ga borib taqaladi³. Biroq, zamonaviy nazariyalar faqat 1930-yillarda paydo yuzaga kela boshlagan bo‘lib, dastlab J. Keynsning “likvidlikning afzal ko‘rish” nazariyasi, keyinchalik monetarizm (pulning miqdor nazariyasi asosida) va keyin bir nechta nazariyalar, xususan yangi klassik modelining “real biznes sikllari”, “yangi Keyns modeli” va “yangi konsensus” modellari so‘nggi ikki yoki undan ortiq o‘n yilliklar davomida pul-kredit siyosati tahlillarining asosi bo‘lib keldi⁴. O‘tgan yillar davomida pul-kredit siyosatining real o‘zgaruvchilarga, xususan ishlab chiqarish hajmiga qisqa va uzoq muddatli ta’siri tadqiqot markazida noaniq bo‘lib qoldi⁵. Ko‘pgina tadqiqotlar uzoq muddatli istiqbolda pul-kredit siyosatining

² Brunner, K and Meltzer, A.H. (1972). Money, debt and economic activity. *Journal of Political Economy*, Vol 80, pp. 951-77

³ Gali, J. (2008). Monetary policy, inflation and business cycle: *An introduction to the New Keynesian Framework*. Oxfordshire: Princeton University Press.

⁴ Goodfriend, M. and King, R.G. 1997. The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy. *NBER Macroeconomics Annual*, Vol.12, pp. 231- 283. // Arestis, P. (2009). New Consensus in Macroeconomics: A critical appraisal. *University of Cambridge*.

⁵ Walsh, C. E. (2003). Monetary theory and policy. *The MIT Press*, Second Edition



betarafligini isbotlash va rivojlangan mamlakatlar doirasidagina cheklanib qoldi⁶. Shu sababdan yaqoridagi har bir nazariyaning xususiyatlarini o'rganish va rivodlanayotgan mamlakatlar holatida qay darajada ishlashini tadqiq etish dolzarb masala hisoblanadi.

Pul-kreditning klassik nazariyasi pul-kredit siyosatining birinchi mashhur nazariyasi bo'lib, I.Fisherning pulning miqdor nazariyaismi asosida mustahkamlangan. Uning bu nazariyasi pul-kredit siyosati (pul) va iqtisodiy o'zgaruvchilar o'rtasidagi bog'lanish uchun asos yaratadi. Bu nazariyada pulning aylanish tezligi (velocity) ham, ishlab chiqarish ham doimiy deb qabul qilinadi, shuning uchun pul miqdorining har qanday o'sishi oxir-oqibat miqdor nazariyasiga muvofiq narxlarni proporsional oshishiga olib kelishi ta'kidlanadi. Shu sababdan, pul taklifi qisqa va uzoq muddatda neytrallikka egaligi, uzoq muddatli o'sishga faqat real omillar ta'sir ko'rsatadi deb hisoblanadi⁷. Aksincha, J.Keyns miqdor nazariyasini ham nazariy, ham amaliy jihatdan rad etdi, va qisman pul aylanish tezligi beqaror va doimiy emas, deb ta'kidladi. Unga asosan, pulning miqdor nazariyasi, shuningdek, inflyatsiya va ishlab chiqarish o'rtasidagi o'zaro bog'liqlik yo'qligini faraziga asoslanishini amaliy va nazariy jihatdan noto'g'riligini ta'kidlaydi⁸.

Keynschilik maktabi tarafdorlari narxlarning qisqa muddatda qat'iyiligini va pul miqdori tez moslashmasligini tasdiqlaydi. Pulga bo'lgan talab ekzogen emas, balki endogen bo'lib, "likvidlikni afzal ko'rish" nazariyasida tushuntirilganidek, daromad va foiz stavkalariga bog'liq deb hisoblaydi.

Iqtisodiyotni barqarorlashtirish va uzoq muddatli iqtisodiy o'sishni rag'batlantirishda yuqorida ta'kidlangan pul-kredit siyosati to'g'risidagi nazariya va amaliyotlarning samaradorligini empirik jihatdan baholash bo'yicha ham bir qator tadqiqotlar amalga oshirilgan bo'lib, quyida ularning natijalarini tahlil qilinadi.

Uzoq muddatli iqtisodiy o'sish va pul-kredit siyosati orasidagi o'zaro bog'liqlik G.Mak Kandless va V.Veber⁹ tomonidan keng o'rganilgan bo'lib, ular pulning bir nechta ta'riflaridan foydalangan holda 110 mamlakatdan 30 yillik davrni qamrab olgan ma'lumotlarni o'rganib chiqdilar. Uzoq vaqt davomida va ko'plab mamlakatlar uchun inflyatsiyaning o'rtacha sur'atlarini, ishlab chiqarish o'sishini va turli xil pul o'lchovlarining o'sish sur'atlarini o'rganib, G.Mak Kandless va V.Veber pul kredit siyosati ma'lum bir mamlakatda narxlar va ishlab chiqarishning haqiqiy evolyusiyasiga ta'sir qilishi mumkinligiga dalillar keltirdi. Ularning tahlili asosida ikkita asosiy xulosa kelib chiqadi.

Birinchi xulosaga asosan inflyatsiya darajasi va pul massasining o'sish sur'ati o'rtasidagi bog'liqlik deyarli 1 ga teng bo'lib, foydalaniladigan pul massasining ta'rifiga qarab u 0.92 va 0.96 oralig'ida o'zgarib turishini tasdiqlashdi. Ushbu korrelyatsiya odatda pul miqdori nazariyasining asosiy tamoyillaridan birini qo'llab-quvvatlaydi, ya'ni pul o'sish sur'atining o'zgarishi "narx inflyatsiyasi darajasining teng o'zgarishiga" olib keladi¹⁰.

Inflyatsiya va pul o'sishi o'rtasidagi bu kuchli ijobiy munosabatlar kichikroq mamlakatlar namunalari va turli vaqt davrlariga asoslangan ko'plab boshqa tadqiqotlar bilan mos keladi¹¹.

G.Mak Kandless va V.Veberning ikkinchi umumiy xulosasi shundan iboratki, inflyatsiya yoki pul massasining o'sishi va real ishlab chiqarish o'sish sur'atlari o'rtasida hech qanday bog'liqlik yo'qligini ta'kidlaydi. Biroq bu xulosa pul massasining o'sishi va inflyatsiya haqidagi xulosa kabi ishonchli emas

⁶ Asongu, S. A. (2014). A note on the long-run neutrality of monetary policy: new empirics. *European Economics Letters*, Vol.3, No.1, 1-6.

⁷ Gali, J. (2008). Monetary policy, inflation and business cycle: *An introduction to the New Keynesian Framework*. Oxfordshire: Princeton University Press. // Mankiw, G.N. and Taylor, M.P. (2007). *Macroeconomics. (European Edition ed.)* Basingstoke: Palgrave Macmillan.

⁸ Keynes, J.M. (1936=). The General Theory of Employment, Interest and Money. *Macmillan*, London.

⁹ McCandless, G. T. Jr., and W. E. Weber. 1995. "Some Monetary Facts." *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 19(3): 2-11

¹⁰ Lucas, R. E. Jr. 1972. "Expectations and the Neutrality of Money." *Journal of Economic Theory* 4(2): 103-124.

¹¹ Lucas (1980b); Geweke (1986); and Rolnick and Weber (1994), Abel and Bernanke (1995, 242). Hall and Taylor (1997, 115)



edi. Xuddi shuningdek, R.Kormendi va P.Meguayr¹² qariyb 50 ta davlatni va Geveke¹³ Amerika Qo'shma Shtatlari uchun ma'lumotlar to'plamidan foydalangan holda pul massasi o'sishining real ishlab chiqarish o'sishiga uzoq muddatli ta'sirini yo'q degan xulosaga keldilar.

Shuningdek, J.Bullard va J.Keating ikkinchi jahon urushidan keyingi 58 ta mamlakat ma'lumotlarini o'rganib, inflyatsiyaning doimiy o'zgarishlari ishlab chiqarish darajasiga doimiy ta'sir ko'rsatishi to'g'risidagi dalillar zaif, degan xulosaga keldi¹⁴. Xuddi shunday, J.Boschen va LMills Qo'shma Shtatlardagi doimiy pul shoklarini YaIMdagi doimiy o'zgarishlarga hech qanday hissa qo'shmaydi degan xulosaga keldi¹⁵.

Monetaristlar yondashuvi asosida ekonometrik regressiya modeli tahlilidan foydalangan holda, M.Lashkary va X.Kashani 1959-2008 yillarda Eronda pul o'zgaruvchilarning iqtisodiy o'sishga ta'sirini o'rganib chiqdi va pul massasi va real iqtisodiy o'zgaruvchilar, iqtisodiy o'sish va bandlik o'rtasida sezilarli bog'liqlik yo'q degan xulosaga keldi.¹⁶

Biroq, bir qator empirik tadqiqotlar pul-kredit siyosatining iqtisodiy o'sish uchun hal qiluvchi ahamiyatga ega ekanligini tasdiqlaydi. Xusuasan, E.Xavi va P.Enu, 1980 yildan 2012 yilgacha bo'lgan davrda Ganadagi iqtisodiy o'sish va pul-kredit siyosati o'rtasidagi bog'liqlikni oddiy eng kichik kvadratlar (OLS) modeli asosida tahlil qilib, pul taklifi (pul-kredit siyosati) Gana iqtisodiyotiga ijobiy ta'sir ko'rsatganini aniqladi¹⁷.

Kareem va boshqalar Nigeriyaning iqtisodiy o'sishiga fiskal va pul-kredit siyosatining ta'sirini o'rganish uchun 1998 va 2008 yillar oralig'ida ma'lumotlar to'plamidan foydalangan holda oddiy eng kichik kvadratlar (OLS) modeli va korrelyatsiya matritsasi modellari asosida tahlil o'tkazdi. Ular tor va keng ma'nodagi pul o'zgaruvchilari mamlakat iqtisodiy o'sishga (real YaIM o'sish sur'ati) ijobiy ta'sir ko'rsatadi o'zgaruvchilar ekanligini aniqladilar¹⁸.

T.Mursi va M.El Mossalami Misrdagi pul-kredit siyosatini inflyatsiya va o'sishga ta'sirini dinamik stokastik umumiy muvozanat (DSGE) modelini baholash uchun *Bayesian* yondashuvidan foydalangan holda tahlil qildilar. 2002 yildan 2008 yilgacha bo'lgan davr uchun oylik vaqt seriyasi ma'lumotlaridan qamrab olgan tahlil natijalari pul-kredit siyosatidagi salbiy shokning ta'siri inflyatsiyaga qaraganda ishlab chiqarish hajmiga nisbatan sezilarliroq ekanligini aniqladilar. Bu esa ekspansion pul-kredit siyosati narxlarga ortiqcha bosim o'tkazmasdan iqtisodiy o'sishni rag'batlantirishga qodir ekanligini ko'rsatdi¹⁹.

Empirik tahlil natijalari turil xil chiqsada, aksariyat iqtisodchilar pulning uzoq muddatli asosan ta'siri to'liq yoki qisman narxlardagi o'zgarishlarda aks etishini, real o'zgaruvchilarga juda kam yoki umuman ta'sir qilmasligini ta'kidlaydilar. Lekin ko'pchilik iqtisodchilar ham pul massasidagi o'zgarishlar qisqa muddatda real o'zgaruvchilarga katta ta'sir ko'rsatishi mumkinligiga ishonishadi²⁰.

¹² Kormendi, R. C., and P. G. Meguire. 1984. "Cross-Regime Evidence of Macroeconomic Rationality." *Journal of Political Economy* 92(5): 875-908.

¹³ Geweke, J. 1986. "The Superneutrality of Money in the United States: An Interpretation of the Evidence." *Econometrica* 54(1): 1-22.

¹⁴ Bullard, J., and J. W. Keating. 1995. "The Long-Run Relationship between Inflation and Output in Postwar Economies." *Journal of Monetary Economics* 36(3): 477-496.

¹⁵ Boschen, J. F., and L. O. Mills. 1991. "The Effects of Countercyclical Monetary Policy on Money and Interest Rates: An Evaluation of Evidence from FOMC Documents." Federal Reserve Bank of Philadelphia. WP-91-02.

¹⁶ Lashkary, M. and Kashani, H.B. (2011). The Impact of Monetary Variables on Economic Growth in Iran: A Monetarists' Approach. *World Applied Sciences Journal*, Vol. 15, No. 3, pp. 449-456.

¹⁷ Havi, E. and Enu, P. (2014). The effect of fiscal policy and monetary policy on Ghana's economic growth: which policy is more potent? *International Journal of Empirical Finance*, Vol 3, No.2, pp. 61-75.

¹⁸ Kareem, R.O., Afolabi, A.J., Raheemand, K.A.and Bashir, N.O. (2013). Analysis of Fiscal and Monetary Policies on Economic Growth: Evidence from Nigerian Democracy. *Current Research Journal of Economic Theory*, Vol. 5, No. 1., (March), pp. 11-19.

¹⁹ Moursi, T, A. and El Mossallamy, M. (2010). Monetary policy analysis with New Keynesian Models for Egypt. *Information and Decision Support Center (IDSC) of the Egyptian Cabinet Working paper*

²⁰ Kydland, F. E., and E. C. Prescott. 1990. "Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth." Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review 14 (Spring): 3-18.



Yuqoridagilardan xulosa qilish mumkinki, pul-kredit siyosati nafaqat qisqa muddatda inflyatsiya, bandlik va valyuta ayriboshlash kursiga ta'sir qilish orqali iqtisodiy sikllarni yumshatishga, balki uzoq muddatda iqtisodiy o'sishga ham ta'siri bor.

O'zbekistonda pul-kredit siyosati va uning iqtisodiy o'sishga ta'siri tahlili

O'zbekistonda uzoq vaqt mobaynida davom etib kelayotgan past iqtisodiy o'sish, yuqori ishsizlik darajasi va narxlardagi nobarqarorlik davlat tomonidan amalga oshirilayotgan makroiqtisodiy siyosatni tubdan takomillashtirishni talab etdi. Amal qilib kelayotgan samarasiz fiskal va pul-kredit siyosati zamonaviy bozor iqtisodiyoti tamoyillari talablariga mos bo'lmay, butun iqtisodiy tizimni ich-ichidan yemirilishi va oxir oqibatda iqtisodiy tanazzulni muqarrar ekanligini ko'rsatdi.

Shu munosabatda, hukumat tomonidan 2017 yil so'ngidan boshlab bozor mexanizmlari rolini oshirish va iqtisodiyotni erkinlashtirishga yo'naltirilgan islohotlarning yangi bosqichi boshlandi. Bu o'z navbatida Markaziy bank oldiga yanada *moslashuvchan, shaffof va hisobdorlik* xususiyatiga ega bo'lgan pul-kredit siyosati strategiyasini joriy etishni taqozo etdi.

Ushbu istiqbolda birinchi qadamlardan bo'lib valyuta bozorini liberallashtirish va qat'iy belgilangan valyuta kursi rejimidan bosqichma-bosqich valyuta almashinuv kurslari shakllanishining bozor mexanizmlarini joriy etilishi²¹, pul-kredit siyosatini monetar targetlash rejimidagi ikki maqsadli yukini yengillashtirdi va asosiy e'tiborini ichki narxlar barqarorligini ta'minlashga qaratadigan inflyatsion targetlash rejimi prinsiplari asosida pul-kredit siyosatini takomillashtirish uchun zamin yaratdi²². Bu boradagi keyingi muhim qadamlardan biri Markaziy bankning bosh maqsadi etib narxlar barqarorligini ta'minlash vazifasi belgilanishi, shuningdek, Markaziy bankning mustaqilligi va institutsional rivojlanishini ta'minlash bo'yicha tegishli choralar belgilanishi bo'ldi²³.

Islohotlar yuzaga keltirishi mumkin bo'lgan salbiy shoklarini olidini olish hamda transformatsiya jarayonini bosqichma-bosqich amalga oshirish maqsadida O'zbekiston Respublikasi Prezidentining "Inflyatsion targetlash rejimiga bosqichma-bosqich o'tish orqali pul-kredit siyosatini takomillashtirish to'g'risida"gi qarori qabul qilingan bo'lib unga asosan pul-kredit siyosatini 2017-2021 yillarda rivojlantirish va inflyatsion targetlash rejimiga bosqichma-bosqich o'tish bo'yicha chora-tadbirlar Kompleksi belgilandi²⁴.

Inflyatsion targetlash strategiyasining tanlanishi uning so'ngi yillarda ko'pgina xalqaro tashkilotlar tomonidan qo'llab quvatlanayotganligi va boshqa rivojlangan va rivojlanayotgan mamlakatlar tajribasida o'zini oqlagani bilan izohlash mumkin.

2019 yil yakunlariga qadar inflyatsion targetlash rejimiga o'tish uchun dastlabki shart-sharoitlar yaratilgan bo'lib, 2020 yil 1 yanvardan boshlab pul-kredit siyosatini bosqichma-bosqich 2023 yilga qadar to'liq yangi rejimda yuritish bo'yicha keyingi chora-tadbirlar belgilandi²⁵. Unga asosan Markaziy bank 2021 yil yakunlariga qadar inflyatsiya darajasini 10 foizga va 2023 yilda 5 foizga pasaytirish va bu darajani keyingi davrlarda inflyatsion targetlashning doimiy maqsadi sifatida saqlab turish vazifasi belgilandi.

Bu maqsadga erishish uchun Markaziy bank tomonidan amalga oshirilgan strategik va taktik operatsion maqsadlarni tahlil qilish muhim bo'lib, uni quyidagi chizmada keltirilgan bosqichlarga ajratgan holda o'rganish O'zbekistonda Markaziy banki tomonidan inflyatsion targetlash rejimi

²¹ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 02.09.2017 йилдаги "Валюта сиёсатини либераллаштириш бўйича биринчи навбатдаги чора-тадбирлар тўғрисида"ги ПФ-5177-сон Фармони.

²² Ўзбекистон Республикаси Президентининг "Пул-кредит сиёсатини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида" ги Қарори.

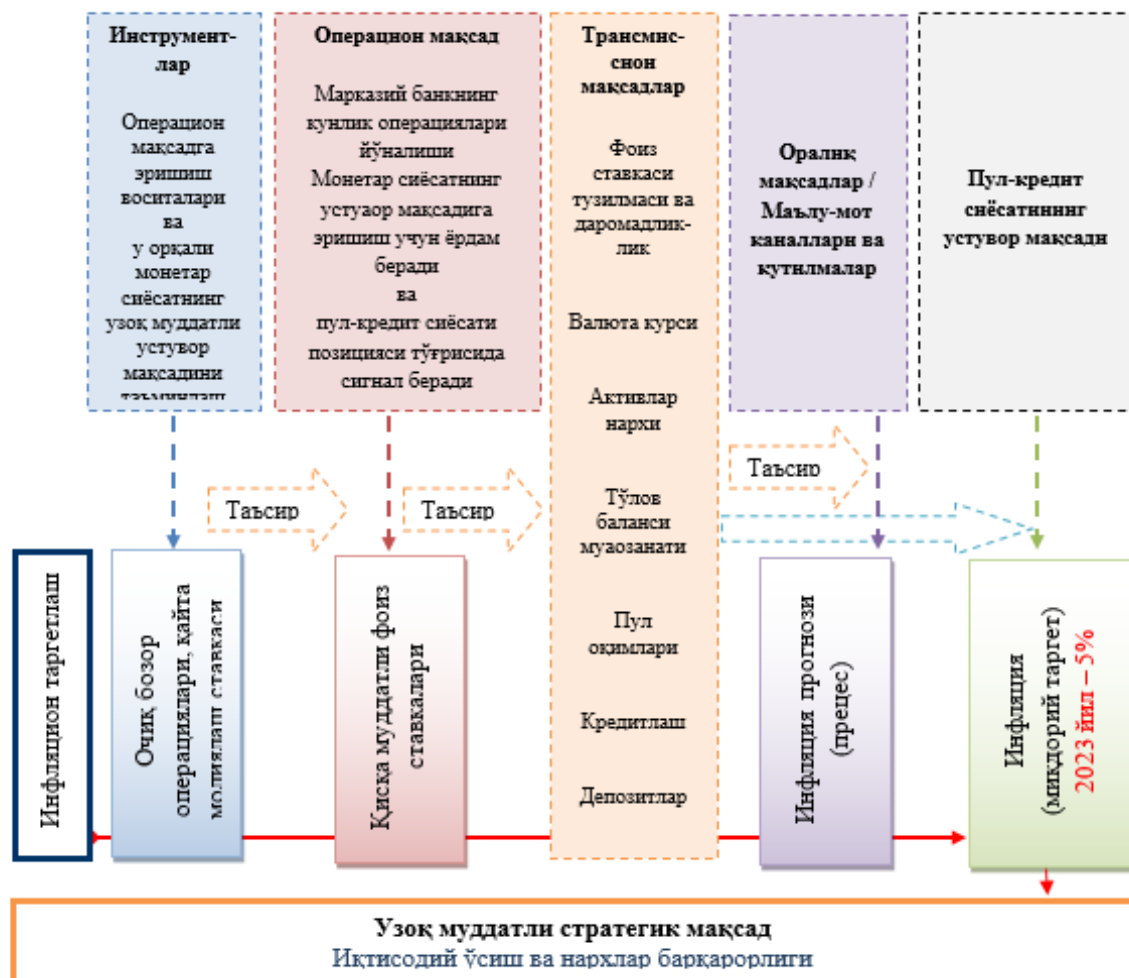
²³ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 09.01.2018 йилдаги "Ўзбекистон Республикаси Марказий банки фаолиятини тубдан такомиллаштириш тўғрисида"ги ПФ-5296-сон Фармони

²⁴ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 18.11.2019 йилдаги "Инфляция таргетлаш режимида босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида"ги" ПФ-5877-сон Фармони.

²⁵ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 18.11.2019 йилдаги "Инфляция таргетлаш режимида босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида"ги ПФ-5877-сон Фармони



asosida o'z pul-kredit siyosatini qay darajada samarali amalga oshirayogani to'g'risida umumiy xulosani beradi.



1-rasm. Pul-kredit siyosatining transmission mexanizmlari: instrumentlari, vazifalari va maqsadlari

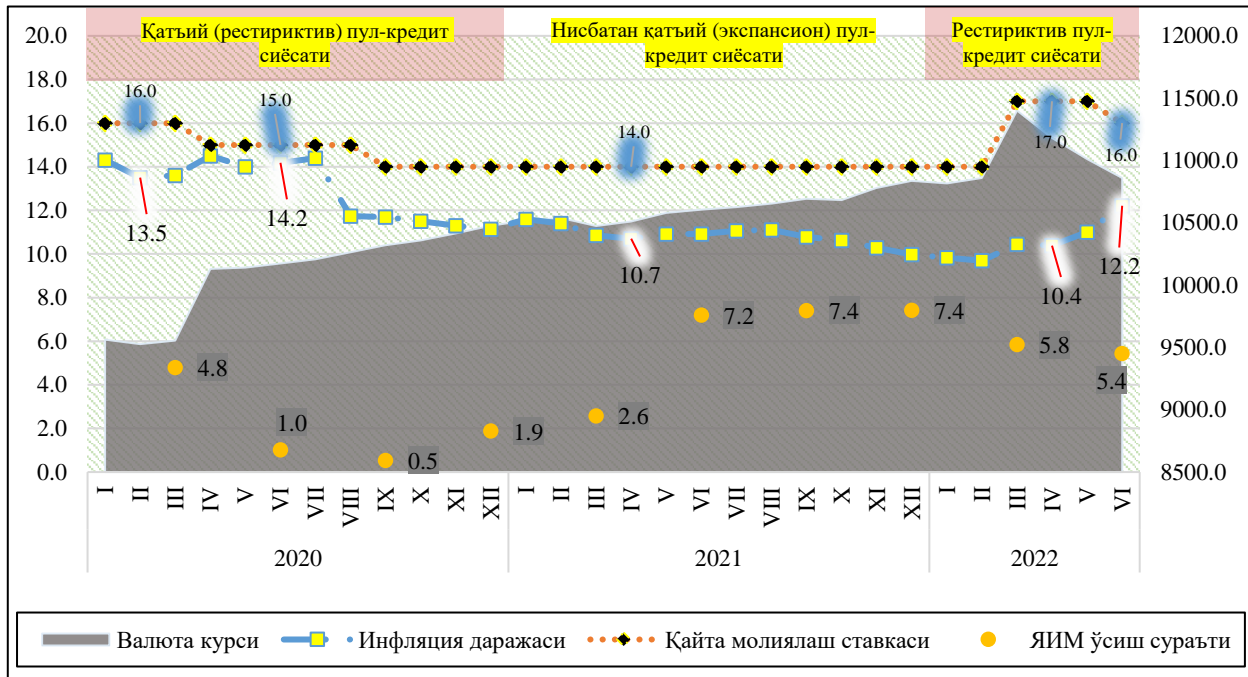
O'zbekiston Markaziy banki pul-kredit siyosatini yuritishda yangi rejimga qay darajada muvaffaqiyatli o'tganligi va uning transmission mexanizmi instrumentlaridan qay darajada samarali foydalanib o'zining pirovard maqsadlariga, ya'ni ichki narxlar barqarorligini ta'minlash orqali iqtisodiy o'sishni rag'batlantirishdagi roli quyida tahlil qilinadi.

2020 yilda Markaziy bank I-III choragi davomida (inflyatsion targetlashga o'tishning faol fazasining boshlanish davri) restriktiv siyosat yuritib, qayta moliyalash stavkasini mos ravishda 16 va 15 foiz etib belgilagan. Bu o'z navbatida qisman inflyatsiya darajasini uchuinchi chorak ikkinchi oyida 2.7 foiz punktga tushishiga xizmat qildi. Ammo, qisman global izolyatsiya sababli ishlab chiqarishning sekinlashishi, qisman yuqori foiz stavkalar sababli yalpi talabning pasayishi YaIM o'sish sur'atini bu davr oralig'ida 4.8 foizdan 0.5 foizga tushishiga olib keldi. Iqtisodiyotni qayta jonlantirish maqsadida MB III chorak so'ngida qayta moliyalash stavkasini 14 foizga pasaytirib 2021 yil yakuniga qadar o'zgarishsiz qoldirdi. Inflyatsiya bosimini pasaytirish maqsadida pul-kredit siyosatining boshqa instrumentlaridan faolroq foydalana boshladi. Natijada iqtisodiy o'sish 2020 yil yakunidagi 1.9 foizdan 2021 yil yakuniga qadar 7.4 foizga oshirilishiga erishildi (2-rasmga qarang).

Ammo, 2022 yil so'ngi oyida dunyoda yuzaga kelgan geosiyosiy ziddiyat va u orqali yuzaga kelgan o'zraro sanksiyalar xalqaro savdo va xalqaro moliya bozoridagi operatsiyalarni cheklanishiga olib keldi. Bu esa o'z navbatida, aholi va tadbirkorlik sub'etlari o'rtasida inflyatsiya va milliy valyuta qadrsizlanishi kutilmalarini oshishiga olib keldi. Shuningdek, energiya va oraliq mahsulotlar yetkazib berishning cheklanishi yalpi taklif (YaIM) o'sish sura'tini pasaytirib ortiqcha yalpi talab hosil bo'lishi



va narxlarlar darajasini ko'tarilishi xavfini sola boshladi. Shu sababdan, MB qayta moliyalash stavkasini I chorak so'ngi oyida 3 foiz punktga ko'tarib II chorak ikkinchi oyi oxiriga qadar 17 foizda saqlab turdi. Bu esa o'z navbatida kapital egalari portfoliyosidagi xorijiy valyutadagi depozitlarni milliy valyutadagi depozitlarga almashtirishga undash orqali valyuta kursini pasayishiga olib keldi. Garchi amalga oshirilgan restriktiv pul-kredit siyosati valyuta kursi qadrsizlanishini qisman oldini olgan bo'lsada, bir tomondan iqtisodiyotdagi mavjud yuqori talab inflyatsiya darajasini 10.4 foizdan 12.2 foizga ko'tarilishiga sabab bo'lgan bo'lsa, ikkinchi tomondan sanksiyalar sababli xalqaro tovar ayriboshlaning qisqarishi boshqa ichki sharoitlar bilan birgalikda YaIM o'sish sur'atini 2022 yil III choragi yakuniga qadar 5.8 foizga kamaydi va IV chorak yakunida 5.4 foizga kamayishi prognoz qilingan (2-rasmga qarang).



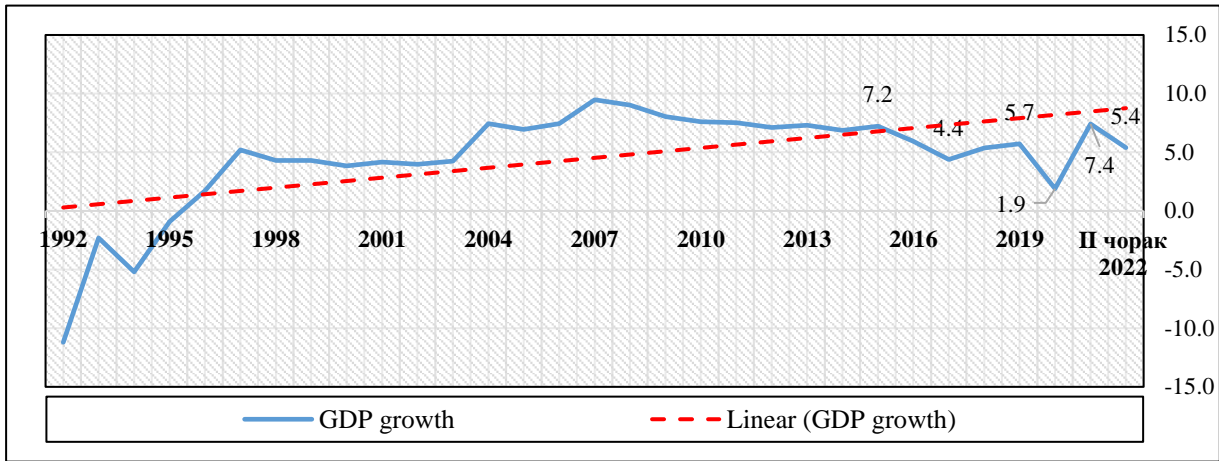
2-rasm. Markaziy bank asosiy stavkasi va asosiy iqtisodiy ko'rsatkichlar dinamikasi tahlili²⁶

Shkningdek, iqtisodiy o'sishning potensial o'sishdan og'ish darajasi tahlili, ya'ni YaIM tafovuti tahlili uning so'ngi yillarda kengayganligini ko'rsatdi (3-rasmga qarang). Bu holatni so'ngi 2019-2022 yillar davomida global darajadagi pandemiya, va geosiyosiy notinchlik shuningdek, makroiqtisodiy siyosatlarning bu shoklarni oldini olish borasidagi samarasizligi bilan izohlash mumkin.

YaIM o'sishini ta'minlash va u orqali YaIM tafovutini qisqartirish va natijada yuzaga kelgan inflyatsion bosimni yumshatish borasida pul-kredit va fiskal siyosat samarasini o'rganish uchun empirik tahlil o'tkazildi (4-rasmga qarang). Tahlilni amalga oshirishda 2016-2022 yillar bo'yicha choraklik ma'lumotlar to'plamidan foydalanildi. Pul-kredit siyosatining iqtisodiy o'sishga ta'sirini baholash maqsadida choraklik pul massasi olingan bo'lib, regresiya natijalariga asosan 1 foiz pul taklifining oshirilishi YaIMni qisqa muddatda 0.74 foiz oshishiga xizmat qilishini ko'rsatdi.

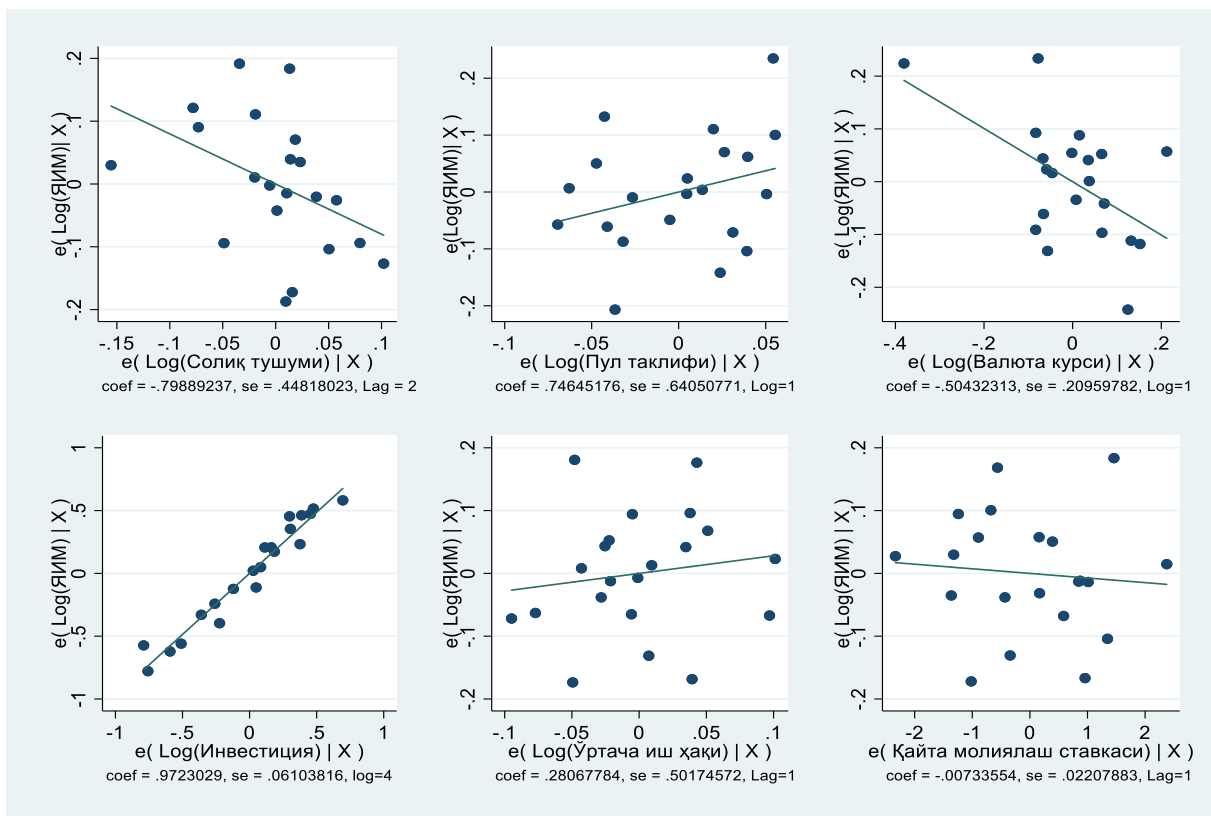
²⁶ Муаллиф томонидан Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ва Ўзбекистон Республикаси Статистика қўмитаси маълумотлари асосида тайёрланди.





3-rasm. YaIM tafovuti tahlili²⁷

Xuddi shuningdek, ushbu istiqbolda fiskal siyosat samarasini baholash maqsadida choraklik jami soliq daromadlari olingan bo‘lib, uning ta’siri nisbatan bir oz yuqori ekanligi aniqlandi. Xususan, soliq yukini kamaytirish orqali soliq tushumini 1 foizga kamaytirish YaIMni o‘rta muddatda 0.8 foiz oshishiga sabab bo‘ladi. Garchi pul-kredit siyosatining ta’siri patroq bo‘lsada, tahlil natijalari pul-kredit siyosatining ta’siri 1 chorak kechikish (“Lag”), fiskal siyosatniki aksincha 2 chorak kechikish (“Lag”) bilan ta’sir qilishi aniqlandi (4-rasmga qarang). Bu o‘z navbatida iqtisodiy shoklarga qisqa muddatda (tezkorlik bilan) javob berishda samarali ekanligini ko‘rsatdi.



4-rasm. Iqtisodiy o‘shishga ta’sir etuvchi omillar OLS regression tahlil natijalari²⁸

Ammo, uzoq va o‘rta muddatda pul-kredit siyosati iqtisodiy o‘shish ta’minlash bilan bir qatorda narxlar darjasi va valyuta kursining oshishiga (valyuta qadrsizlanishiga) olib kelishi aniqlandi. Aksincha, bu borada fiskal siyosat samarasi yuqori bo‘lib, o‘rta muddatda iste’mol moyilligiga samarali ta’sir qilib

²⁷ Muallif tomonidan tayёрланди

²⁸ Muallif tomonidan tayёрланди



infljatsion bosimni kamaytirish va uzoq muddatda valyuta kursiga ta'sir qilmasdan YaIMni o'sishini ta'minlash imkoni borligini ko'rsatdi.

Xulosa

1. O'zbekistonda pul-kredit siyosati uzoq yillar davomida monetar targetlash rejimi asosida yuritilgan bo'lib, bu Markaziy bank oldiga narxlar barqarorligini ta'minlash bilan bir qatorda valyuta kursini tartibga solish kabi ikkita vazifa yuklatilishiga sabab bo'lgan. Bu pul-kredit siyosatining shaffofligi va uning narxlarni barqarorlashtirishdagi samardorligini pasayishiga olib kelgan.
2. Uzoq davr mobaynida ich-ichdan yemirilib kelgan pul-kredit siyosatini isloh qilish maqsadida 2020 yildan boshlab infljatsion targetlash rejimi o'tildi. Bu o'z navbatida Markaziy bankning pul-kredit siyosati shaffofligi, hisobdorligi va samaradorligini yaxshilashga xizmat qilganligi aniqlandi.
3. Amalga oshirilgan tahlillar infljatsion targetlash rejimini joriy etish va to'laqonli ishlashini ta'minlashda uchun dastavval markaziy bankning mustaqilligini ta'minlash zarurligini ko'rsatdi. O'zbekiston sharoitida buni ta'minlashning keyingi bosqichi sifatida ham *de-jure* ham *de facto* erkin suzuvchi valyuta kursiga o'tish taklif etiladi.
4. Iqtisodiy stresslar davrida pul-kredit siyosatini qo'llab-quvatlovchi fiskal siyosatni yuritish sinergik samaraga ega ekanligidan kelib chiqib, avtomatik fiskal stabilizator instrumentlarini amaliyotga tatbiq etish taklif etiladi.

Adabiyotlar ro'yxati

1. Brunner, K and Meltzer, A.H. (1972). Money, debt and economic activity. *Journal of Political Economy*, Vol 80, pp. 951-77
2. Gali, J. (2008). Monetary policy, inflation and business cycle: *An introduction to the New Keynesian Framework*. Oxfordshire: Princeton University Press.
3. Goodfriend, M. and King, R.G. 1997. The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy. *NBER Macroeconomics Annual*, Vol.12, pp. 231- 283. // Arestis, P. (2009). New Consensus in Macroeconomics: A critical appraisal. *University of Cambridge*.
4. Walsh, C. E. (2003). Monetary theory and policy. *The MIT Press*, Second Edition
5. Asongu, S. A. (2014). A note on the long-run neutrality of monetary policy: new empirics. *European Economics Letters*, Vol.3, No.1, 1-6.
6. Keynes, J.M. (1936. The General Theory of Employment, Interest and Money. *Macmillan*, London.
7. McCandless, G. T. Jr., and W. E. Weber. 1995. "Some Monetary Facts." Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review 19(3): 2–11
8. Lucas, R. E. Jr. 1972. "Expectations and the Neutrality of Money." *Journal of Economic Theory* 4(2): 103–124.
9. Lucas (1980b); Geweke (1986); and Rolnick and Weber (1994), Abel and Bernanke (1995, 242). Hall and Taylor (1997, 115)
10. Kormendi, R. C., and P. G. Meguire. 1984. "Cross-Regime Evidence of Macroeconomic Rationality." *Journal of Political Economy* 92(5): 875–908.
11. Geweke, J. 1986. "The Superneutrality of Money in the United States: An Interpretation of the Evidence." *Econometrica* 54(1): 1–22.
12. Moursi, T, A. and El Mossallamy, M. (2010). Monetary policy analysis with New Keynesian Models for Egypt. Information and Decision Support Center (IDSC) of the Egyptian Cabinet Working paper



13. Bullard, J., and J. W. Keating. 1995. "The Long-Run Relationship between Inflation and Output in Postwar Economies." *Journal of Monetary Economics* 36(3): 477–496.
14. Boschen, J. F., and L. O. Mills. 1991. "The Effects of Countercyclical Monetary Policy on Money and Interest Rates: An Evaluation of Evidence from FOMC Documents." Federal Reserve Bank of Philadelphia. WP-91-02.
15. Lashkary, M. and Kashani, H.B. (2011). The Impact of Monetary Variables on Economic Growth in Iran: A Monetarists' Approach. *World Applied Sciences Journal*, Vol. 15, No. 3, pp. 449-456.
16. Havi, E. and Enu, P. (2014). The effect of fiscal policy and monetary policy on Ghana's economic growth: which policy is more potent? *International Journal of Empirical Finance*, Vol 3, No.2, pp. 61-75.
17. Kareem, R.O., Afolabi, A.J., Raheemand, K.A. and Bashir, N.O. (2013). Analysis of Fiscal and Monetary Policies on Economic Growth: Evidence from Nigerian Democracy. *Current Research Journal of Economic Theory*, Vol. 5, No. 1. (March), pp. 11-19.
18. Kydland, F. E., and E. C. Prescott. 1990. "Business Cycles: Real Facts and a Monetary Myth." *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 14 (spring): 3–18.
19. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 02.09.2017 yildagi "Valyuta siyosatini liberallashtirish bo'yicha birinchi navbatdagi chora-tadbirlar to'g'risida"gi PF-5177-son Farmoni.
20. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining "Pul-kredit siyosatini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida" gi Qarori.
21. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 09.01.2018 yildagi "O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki faoliyatini tubdan takomillashtirish to'g'risida"gi PF-5296-son Farmoni.
22. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 18.11.2019 yildagi "Inflyatsion targetlash rejimiga bosqichma-bosqich o'tish orqali pul-kredit siyosatini takomillashtirish to'g'risida"gi PF-5877-son Farmoni.
23. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 18.11.2019 yildagi "Inflatsion targetlash rejimiga bosqichma-bosqich o'tish orqali pul-kredit siyosatini takomillashtirish to'g'risida"gi PF-5877-son Farmoni.

