

MARKAZIY BANK KURS SIYOSATI SAMARADORLIGINI OSHIRISH USULLARI

Saydullayev Nodirbek Narzullaevich

O‘zbekiston Respublikasi

Markaziy bank raisining

birinchi o‘rinbosari

Toshkent Kimyo xalqaro universiteti

mustaqil izlanuvchisi

Annotatsiya

Ushbu maqolada markaziy bank kurs siyosati samaradorligini oshirishning nazariy-uslubiy asoslari va amaliy mexanizmlari kompleks yondashuv asosida tadqiq etiladi. Valyuta kursi rejimlarining transformatsiyasi, inflyatsion targetlash sharoitida kurs kanalining monetar transmissiya mexanizmidagi o‘rni hamda ochiq iqtisodiyot sharoitida makroiqtisodiy barqarorlikni ta‘minlashdagi ahamiyati ilmiy jihatdan asoslab beriladi. Tadqiqotda kurs siyosati samaradorligi valyuta intervensiyalari strategiyasi, foiz stavkasi differensial, kapital oqimlari barqarorligi, kutilmalarni boshqarish sifati va valyuta kursining inflyatsiyaga uzatilish darajasi kabi omillar bilan bog‘liqlikda baholanadi. Kurs siyosatini takomillashtirish yo‘nalishlari sifatida kommunikatsion shaffoflikni kuchaytirish, makroprudensial instrumentlarni integratsiyalash, xalqaro zaxiralarni oqilona boshqarish va raqamli prognozlash modellarini joriy etish zarurligi asoslab beriladi. Tadqiqot natijalari milliy valyuta barqarorligini ta‘minlash va markaziy bank siyosatining institutsional samaradorligini oshirish bo‘yicha ilmiy-amaliy xulosalarni shakllantirishga xizmat qiladi.

Kalit so‘zlar: markaziy bank, kurs siyosati, valyuta kursi rejimi, inflyatsion targetlash, monetar transmissiya mexanizmi, valyuta intervensiyasi, makroprudensial siyosat, valyuta kursining inflyatsiyaga uzatilishi.

Аннотация

В статье комплексно исследуются теоретико-методологические основы и практические механизмы повышения эффективности курсовой политики центрального банка. Обосновывается роль трансформации режимов валютного курса, значение валютного канала в механизме монетарной трансмиссии в условиях инфляционного таргетирования, а также его влияние на обеспечение макроэкономической стабильности в открытой экономике. Эффективность курсовой политики рассматривается во взаимосвязи со стратегиями валютных интервенций, дифференциалом процентных ставок, устойчивостью потоков капитала, управлением ожиданиями и степенью переноса валютного курса на инфляцию. В работе также предлагаются ключевые направления совершенствования политики, включая повышение прозрачности коммуникаций, интеграцию макроprudенциальных инструментов, рациональное управление международными резервами и внедрение цифровых моделей прогнозирования. Полученные результаты способствуют формированию научно-практических выводов по обеспечению устойчивости национальной

валюты и повышению институциональной эффективности политики центрального банка.

Ключевые слова: центральный банк, курсовая политика, режим валютного курса, инфляционное таргетирование, механизм монетарной трансмиссии, валютные интервенции, макропруденциальная политика, перенос валютного курса на инфляцию.

Abstract

This article examines the theoretical and methodological foundations and practical mechanisms for enhancing the effectiveness of central bank exchange rate policy within a comprehensive analytical framework. The study substantiates the role of exchange rate regimes transformation, the exchange rate channel in the monetary transmission mechanism under inflation targeting, and its importance in ensuring macroeconomic stability in an open economy. The effectiveness of exchange rate policy is assessed in relation to foreign exchange intervention strategies, interest rate differentials, capital flow stability, expectations management, and the degree of exchange rate pass-through to inflation. Furthermore, the paper justifies key directions for policy improvement, including strengthening communication transparency, integrating macroprudential instruments, improving international reserve management, and implementing digital forecasting models. The findings contribute to the development of scientific and practical recommendations aimed at strengthening national currency stability and enhancing the institutional effectiveness of central bank policy.

Keywords: central bank, exchange rate policy, exchange rate regime, inflation targeting, monetary transmission mechanism, foreign exchange intervention, macroprudential policy, exchange rate pass-through.

KIRISH

Bozor iqtisodiyoti sharoitida markaziy bankning kurs siyosati makroiqtisodiy barqarorlikni ta'minlashning asosiy monetar instrumentlaridan biri sifatida namoyon bo'ladi. Valyuta kursi dinamikasi tashqi savdo operatsiyalari hajmi va tarkibi, kapital oqimlari yo'nalishi, to'lov balansi muvozanati hamda ichki narxlar darajasiga bevosita va bilvosita ta'sir ko'rsatadi. Shu jihatdan u iqtisodiy o'sish sur'atlari, investitsion faollik va biznes muhit barqarorligining muhim determinantlaridan biri hisoblanadi. Kurs siyosati mexanizmlarining samarali ishlashi milliy valyutaga bo'lgan ishonch darajasi, inflyatsion kutilmalar barqarorligi hamda moliyaviy tizim likvidligiga ham sezilarli ta'sir ko'rsatadi. Pul-kredit siyosatining maqsadli ko'rsatkichlari sifatida inflyatsiya darajasini boshqarish ustuvor vazifa etib belgilangan sharoitda valyuta kursi kanalining monetar transmissiya mexanizmidagi roli yanada kuchayadi. Shu sababli kurs siyosati samaradorligini oshirish masalasi markaziy bank faoliyatini institutsional va metodologik jihatdan takomillashtirish bilan uzviy bog'liqdir.

Globallashuv jarayonlarining chuqurlashuvi, xalqaro moliyaviy bozorlar integratsiyasining kengayishi hamda kapital harakatining nisbatan erkinlashuvi kurs siyosatiga qo'yiladigan talablarni murakkablashtirmoqda. Tashqi savdo hamkorlaridagi iqtisodiy sikllar, xomashyo narxlarining o'zgaruvchanligi, global foiz

stavkalari dinamikasi va geoiqtisodiy omillar milliy valyuta kursiga kuchli bosim o'tkazishi mumkin. Bunday sharoitda kursning keskin tebranishlari inflyatsion jarayonlarning jadallashuviga, moliyaviy risklarning ortishiga va iqtisodiy subyektlarning uzoq muddatli rejalashtirish imkoniyatlarining qisqarishiga olib keladi. Natijada markaziy bank oldida valyuta bozorida muvozanatni saqlash bilan birga bozor mexanizmlarining erkin ishlashini ta'minlash vazifasi yuzaga keladi. Bu esa kurs siyosatini amalga oshirishda intervensiya strategiyasi, foiz stavkasi siyosati va makroprudensial instrumentlarning o'zaro muvofiqlashtirilgan holda qo'llanilishini talab etadi.

Kurs siyosati samaradorligi ko'p omilli va tizimli xarakterga ega bo'lib, uni faqatgina nominal kurs barqarorligi bilan baholash yetarli emas. Uning real sektor raqobatbardoshligiga ta'siri, inflyatsiyaga uzatilish darajasi, kapital oqimlari barqarorligi hamda xalqaro zaxiralar yetarliligi bilan o'zaro bog'liqligi kompleks tahlilni talab qiladi. Markaziy bankning kommunikatsiya siyosati, bozor ishtirokchilari kutilmalarini boshqarish sifati va institutsional mustaqillik darajasi kurs siyosatining natijadorligiga sezilarli ta'sir ko'rsatadi. Mazkur omillarni ilmiy asosda baholash va ularning o'zaro ta'sir mexanizmini aniqlash kurs siyosatini takomillashtirish bo'yicha aniq metodologik xulosalar ishlab chiqish imkonini beradi.

Ushbu maqolaning maqsadi markaziy bank kurs siyosati samaradorligini oshirishning nazariy asoslarini tizimlashtirish, amaliy mexanizmlarini tahlil qilish hamda institutsional takomillashtirish yo'nalishlarini ishlab chiqishdan iborat. Tadqiqot doirasida kurs siyosatining monetar transmissiya tizimidagi o'rni, intervensiya instrumentlarining samaradorligi va kutilmalarni boshqarish mexanizmlarining ahamiyati kompleks yondashuv asosida o'rganiladi. Shu tariqa, ilmiy tahlil natijalari milliy valyuta barqarorligini ta'minlash va pul-kredit siyosati samaradorligini oshirish bo'yicha ilmiy-amaliy takliflar shakllantirishga xizmat qiladi.

ADABIYOTLAR SHARHI

Markaziy bank kurs siyosati samaradorligi masalasi zamonaviy makroiqtisodiy adabiyotlarda keng qamrovli va ko'p qirrali ilmiy yo'nalish sifatida shakllangan. Ushbu muammo doirasida valyuta kursi rejimlari evolyutsiyasi, monetar transmissiya mexanizmi, kapital harakatining erkinligi va makroiqtisodiy barqarorlik o'rtasidagi o'zaro bog'liqlik masalalari chuqur tahlil qilingan. Nazariy jihatdan kurs siyosati asoslari ochiq iqtisodiyot modellari orqali rivojlantirilgan bo'lib, Robert Mundell va Marcus Fleming tomonidan ishlab chiqilgan model valyuta kursi rejimi, foiz stavkasi va kapital oqimlari o'rtasidagi muvozanatni tushuntirib beruvchi fundamental yondashuv sifatida e'tirof etiladi. Ushbu model asosida keyinchalik erkin suzuvchi va qat'iy belgilangan kurs rejimlarining afzalliklari hamda cheklovlari bo'yicha keng ko'lamli ilmiy munozaralar shakllandi. Mazkur nazariy platforma kurs siyosati samaradorligini baholashda metodologik asos vazifasini bajaradi.

Monetar siyosat va valyuta kursi o'rtasidagi uzviy bog'liqlik masalalari Michael Woodford, Frederic Mishkin va Lars Svensson kabi olimlarning ilmiy ishlari orqali yanada chuqurlashtirilgan. Frederic Mishkin inflyatsion targetlash rejimida markaziy bank ishonchliligi va kommunikatsiya shaffofligining valyuta bozori barqarorligiga

ta'sirini empirik dalillar asosida asoslab bergan. Lars Svensson optimal monetar siyosat qoidalari va kurs dinamikasini modellashtirish orqali foiz stavkasi kanali va kutilmalar mexanizmining o'zaro ta'sirini izohlab bergan. Michael Woodfordning yangi keynscha modeli esa valyuta kursi o'zgarishlarining real sektor va narxlar darajasiga uzatilish mexanizmini nazariy jihatdan asoslaydi. Ushbu yondashuvlar kurs siyosatini mustaqil instrument sifatida emas, balki pul-kredit siyosatining integratsiyalashgan tarkibiy qismi sifatida ko'rib chiqish zarurligini ko'rsatadi.

Valyuta kursining inflyatsiyaga uzatilish darajasi va tashqi shoklarning ichki iqtisodiyotga ta'siri masalalari John B. Taylor, Guillermo Calvo va Carmen Reinhart tomonidan keng tadqiq qilingan. Ular rivojlanayotgan iqtisodiyotlarda kurs tebranishlari narxlar darajasiga nisbatan yuqori sezgirlikka ega ekanligini empirik ma'lumotlar asosida ko'rsatganlar. Maurice Obstfeld va Kenneth Rogoff esa xalqaro moliyaviy integratsiya sharoitida erkin suzuvchi kurs rejimining makroiqtisodiy moslashuvchanlikni oshirishdagi rolini nazariy va amaliy jihatdan tahlil qilgan. Ularning ilmiy ishlari kapital oqimlarining beqarorligi, tashqi savdo nomutanosibligi va moliyaviy inqirozlar sharoitida kurs siyosatining moslashuvchanligini ta'minlash zaruratini asoslab beradi. Bu tadqiqotlar kurs siyosati samaradorligini baholashda tashqi omillarni inobatga olish muhimligini ko'rsatadi.

Markaziy bank intervensiyalari va xalqaro zaxiralarni boshqarish samaradorligi masalalari Stanley Fischer, Olivier Blanchard va Barry Eichengreen ilmiy izlanishlarida o'z aksini topgan. Stanley Fischer rivojlanayotgan mamlakatlarda valyuta intervensiyalarining qisqa muddatli barqarorlashtiruvchi ta'sirini asoslagan bo'lsa, Olivier Blanchard makroiqtisodiy siyosatning tashqi shoklarga moslashuvchanligini kengroq tizimli yondashuv asosida tahlil qilgan. Barry Eichengreen esa tarixiy tajriba asosida valyuta inqirozlarining sabablari va kurs siyosatida institutsional mustaqillikning ahamiyatini yoritib bergan. Ularning tadqiqotlari kurs siyosati samaradorligi nafaqat iqtisodiy, balki institutsional va siyosiy omillarga ham bog'liq ekanligini ko'rsatadi.

Mahalliy iqtisodiy adabiyotlarda ham kurs siyosati va valyuta liberallasuvi masalalari alohida ilmiy yo'nalish sifatida shakllangan. S. G'ulomov, B. Berkinov, Q. Abdurahmonov, Sh. Shodmonov va A. Vahobovlarning ilmiy ishlari milliy iqtisodiyot sharoitida pul-kredit siyosati va valyuta barqarorligi o'rtasidagi o'zaro bog'liqlikni tahlil qiladi. Ular tomonidan valyuta kursining real sektor raqobatbardoshligiga, tashqi savdo balansiga hamda inflyatsion jarayonlarga ta'siri tizimli ravishda yoritilgan. Valyuta liberallasuvi jarayonlarini o'rganishda I. Norqulov, M. Xolmamatov va boshqa tadqiqotchilar kurs shakllanish mexanizmlarining institutsional asoslari hamda bozor infratuzilmasini rivojlantirish masalalariga e'tibor qaratganlar. Ushbu tadqiqotlar milliy iqtisodiyot sharoitida kurs siyosatini takomillashtirishning amaliy yo'nalishlarini aniqlashga xizmat qiladi.

Mavjud ilmiy adabiyotlar tahlili shuni ko'rsatadiki, kurs siyosati samaradorligini baholash ko'pincha alohida omillar kesimida amalga oshirilgan bo'lib, monetar, makroprudensial va kommunikatsion instrumentlarning o'zaro uyg'unligi yetarli darajada kompleks yondashuv asosida o'rganilmagan. Inflyatsion targetlash sharoitida

kurs siyosatining institutsional mustahkamligi, kutilmalarni boshqarish mexanizmi va raqamli prognozlash vositalari integratsiyasining samaradorlikka ta'siri masalalari chuqurroq ilmiy tadqiqotlarni talab etadi. Mazkur holat ushbu maqolada kurs siyosati samaradorligini oshirish usullarini tizimli va integratsiyalashgan konseptual yondashuv asosida tahlil qilish zaruratini belgilaydi.

METODOLOGIYA

Mazkur tadqiqotda markaziy bank kurs siyosati samaradorligini baholash va uni oshirish usullarini aniqlash maqsadida kompleks metodologik yondashuv qo'llanildi. Tadqiqot nazariy va empirik tahlil uyg'unligiga asoslanib, makroiqtisodiy ko'rsatkichlar dinamikasi, monetar instrumentlar samaradorligi hamda valyuta bozori mexanizmlarining o'zaro bog'liqligini tizimli ravishda o'rganishga qaratildi. Metodologik asos sifatida ochiq iqtisodiyot nazariyasi, monetar transmissiya mexanizmi konsepsiyasi va inflyatsion targetlash modeli qabul qilindi. Kurs siyosati samaradorligi ko'p omilli jarayon sifatida talqin qilinib, uni baholashda institutsional, makroiqtisodiy va bozor omillarining o'zaro ta'siri inobatga olindi.

Tadqiqot jarayonida analiz va sintez, induksiya va deduksiya, tizimli yondashuv, qiyosiy tahlil hamda iqtisodiy-statistik usullar qo'llanildi. Valyuta kursi dinamikasi va inflyatsiya o'rtasidagi bog'liqlikni aniqlashda korrelyatsion va regressiya tahlili elementlaridan foydalanish nazarda tutiladi. Shuningdek, kursning inflyatsiyaga uzatilish darajasini baholashda pass-through koeffitsiyentlarini hisoblash metodikasi qo'llanildi. Foiz stavkasi differensial, kapital oqimlari va xalqaro zaxiralar o'zgarishi kabi ko'rsatkichlarning kurs barqarorligiga ta'siri ekonometrik yondashuv asosida tahlil qilindi. Bu esa kurs siyosati samaradorligini miqdoriy jihatdan baholash imkonini beradi.

Metodologiyada shuningdek qiyosiy-institutsional tahlil usuli ham qo'llanildi. Unda turli mamlakatlarda qo'llanilayotgan kurs rejimlari, intervensiya strategiyalari va kommunikatsiya siyosatlari o'zaro solishtirildi hamda ularning natijadorlik ko'rsatkichlari tahlil qilindi. Mazkur yondashuv milliy iqtisodiyot sharoitida qo'llash mumkin bo'lgan samarali mexanizmlarni aniqlash imkonini berdi. Xalqaro tajriba va milliy amaliyot o'rtasidagi tafovutlar aniqlanib, institutsional moslashuv darajasi baholandi.

Tadqiqotning empirik bazasini rasmiy statistik ma'lumotlar, markaziy bank hisobotlari, xalqaro moliyaviy tashkilotlar ma'lumotlari hamda makroiqtisodiy ko'rsatkichlar dinamikasi tashkil etadi. Ma'lumotlar vaqt qatori ko'rinishida tahlil qilinib, strukturaviy o'zgarishlar va tashqi shoklar ta'siri aniqlashtirildi. Dinamik qatorlar asosida trend va siklik komponentlar ajratildi hamda kurs tebranishlarining inflyatsion jarayonlarga ta'siri baholandi. Bu metodologik yondashuv kurs siyosati samaradorligini qisqa va o'rta muddatli kesimda aniqlash imkonini beradi.

Qo'llanilgan metodologiya markaziy bank kurs siyosatini nazariy asoslar, empirik dalillar va institutsional omillar uyg'unligida kompleks baholashga xizmat qiladi. Tanlangan usullar kurs siyosatining makroiqtisodiy barqarorlikka ta'sirini aniqlash, uning samaradorlik mezonlarini ishlab chiqish hamda amaliy takliflar shakllantirish uchun ilmiy asos yaratadi.

TAHLIL VA NATIJALAR

Kurs siyosati samaradorligi, avvalo, markaziy bankning maqsadlari bilan amaliy instrumentlari oʻrtasidagi uzviylik darajasi bilan belgilanadi. Oʻzbekistonda almashuv kursi bozor omillari taʼsirida shakllanishi kuchaygan boʻlsa-da, markaziy bankning ishonchli nominal “langar”i sifatida inflyatsion targetlash tamoyillari ham parallel rivojlantirilmoqda. Shu sababli kurs dinamikasini izohlashda faqat valyuta bozorida talab va taklif emas, balki foiz stavkasi kanali, kutilmalar va zaxiralar siyosati ham bir butun mexanizm sifatida qaralishi lozim. Bunda ochiq iqtisodiyot sharoitida tashqi narxlar, import inflyatsiyasi va oltin narxlari kabi omillar kursga qoʻshimcha “shok uzatish” kanallarini yaratadi. Demak, kurs siyosati samaradorligini oshirish yoʻllari ham koʻp omilli va institutsional yondashuvni talab qiladi. Barqarorlikni “maʼmuriy usul” bilan emas, bozor signallarini buzmagani holda taʼminlash asosiy tamoyil boʻlib qoladi.

2021-2025 yillardagi kuzatuvlar kurs siyosati natijalarini baholashda bir vaqtning oʻzida toʻrtta indikatorni birga koʻrishni talab qiladi: rasmiy kurs, yillik inflyatsiya, siyosat stavkasi va xalqaro zaxiralar. Masalan, yil oxiri kesimida rasmiy kursning oʻzgarishi inflyatsiya pasayishi bilan doimo bir yoʻnalishda ketmagan, bu esa almashuv kursi kanalining toʻliq “chiziqli” ishlamasligini anglatadi. Yil yakunida inflyatsiya 2022-yilda yuqori (12.3%) boʻlgan boʻlsa, keyingi yillarda pasayish tendensiyasi kuzatiladi va 2025-yil dekabrda 7.3% qayd etilgan. Shu fonʼda siyosat stavkasining yil oxiri darajalari ham siklik oʻzgarib, 2022-yil dekabrda 15.0% boʻlgani, 2024-yil dekabrda 13.5% ga tushgani koʻrinadi. Bularning barchasi kurs siyosati samaradorligini “faqat kurs” orqali emas, balki narxlar barqarorligi bilan uygʻunlikda baholash kerakligini koʻrsatadi.

Kurs siyosatining taʼsir kuchini oshiradigan birinchi yoʻnalish bu foiz stavkasi kanalining bozorga uzatilish sifati va tezligini kuchaytirishdir. Agar siyosat stavkasi oʻzgarishi banklararo bozor stavkalariga, undan esa kredit va depozit stavkalariga tez oʻtsa, markaziy bank kursga bosimni bevosita intervensiya bilan emas, monetar sharoit orqali yumshatish imkoniyatiga ega boʻladi. Aksincha, uzatish mexanizmi sust boʻlsa, kurs tebranishlarini “zaxira sarflash” evaziga jilovlashga moyillik kuchayadi va bu uzoq muddatda xarajatni oshiradi. Shu nuqtayi nazardan, qisqa muddatli likvidlikni boshqarish operatsiyalari va UZONIA kabi operatsion koʻrsatkichlar roli amaliyotda hal qiluvchi boʻlib boradi. Bu jarayonda kommunikatsiya ham instrumentga aylanadi, chunki bozor kutilmalarini boshqarish intervensiya hajmini kamaytirishi mumkin. Natijada kurs siyosatining “narxi” pasayadi, samaradorligi esa ortadi.

Quyidagi 1-jadvalda kurs, inflyatsiya, siyosat stavkasi va zaxiralar oʻrtasidagi bogʻliqlikni qisqa davrda bir qarashda koʻrsatadi. Xususan, rasmiy kurs yil oxiri qiymatlari 2021-2024 yillarda bosqichma-bosqich yuqorilagan, 2025-yil oxiri qiymati esa pastroq koʻrinadi. Inflyatsiyaning 2023-yilda 8.8% gacha tushishi va 2025-yilda 7.3% ga pasayishi narxlar barqarorligi yoʻnalishida ijobiy siljish borligini anglatadi. Zaxiralarning “rasmiy zaxira aktivlari” koʻrsatkichi ayrim davrlarda keskin oʻzgarishi oltin narxlari va qayta baholash omillari taʼsiri kuchli ekanini eslatadi. Demak, kurs siyosatini baholashda zaxiralarning nominal oʻsishini emas, balki tarkibiy omillarini

ham alohida ajratib tahlil qilish to‘g‘ri bo‘ladi. Bu yondashuv siyosiy xulosalarni aniqroq va “moliya bozori logikasi”ga mosroq qiladi.

1-jadval.

Markaziy bank kurs siyosati samaradorligini baholash ko‘rsatkichlari dinamikasi (2021-2025)

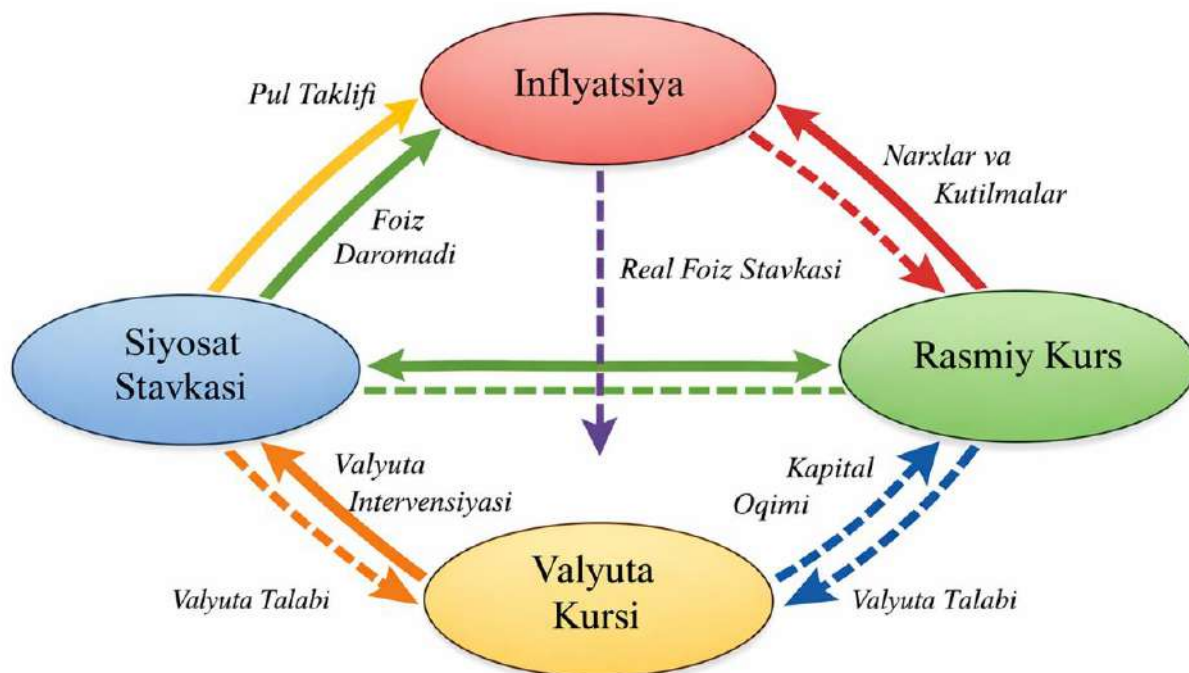
Yil	AQSH dollar/So‘m rasmiy kursi (yil oxiri), so‘m	Inflyatsiya (yil oxiri, yillik), foizda	Markaziy bank siyosat stavkasi (yil oxiri), foizda	Xalqaro zaxiralar (rasmiy zaxira aktivlari), mlrd AQSh dollari
2021	10 837.66	10.0	14.0	35.139
2022	11 225.46	12.3	15.0	35.768
2023	12 338.77	8.8	14.0	34.565
2024	12 920.48	9.8	13.5	41.182
2025	12 025.33	7.3	14.0	61.232

Kurs siyosatini kuchaytirishning ikkinchi yo‘nalishi bu valyuta bozorida narx aniqlanishini chuqurlashtirish va mikrostrukturani yaxshilashdir. Agar bozor likvidligi past bo‘lsa, kichik xabarlar ham kursda katta tebranishni keltirib chiqaradi va markaziy bank “yumshatish” uchun ko‘proq resurs sarflashiga to‘g‘ri keladi. Shu sababli, banklararo FX savdolarida raqobatni kengaytirish, kotirovka beruvchi ishtirokchilar sonini ko‘paytirish va shaffof savdo qoidalarini mustahkamlash kurs barqarorligini “sun‘iy” emas, bozor asosida kuchaytiradi. Hedjing instrumentlari yetarli bo‘lmaganda, korxonalar riskdan qochish maqsadida valyutaga haddan tashqari talab yaratishi mumkin. Natijada kurs bosimi kuchayadi va monetar siyosat signallari “shovqin” ichida yo‘qoladi. Shuning uchun derivativlar, forvard va svop bozorini tartibli rivojlantirish kurs siyosati samaradorligini oshiradigan amaliy yo‘l hisoblanadi.

Uchinchi yo‘nalish bu intervensiya siyosatini qoidaga asoslangan va oldindan tushuntiriladigan formatga yaqinlashtirishdir. Intervensiya bozorni “maqsadli kurs”ga olib kelish uchun emas, balki tartibsiz tebranishlarni yumshatish va likvidlik uzilishlarini bartaraf etish uchun ishlatilsa, bozor ishonchi yuqoriroq bo‘ladi. Bunday yondashuvda markaziy bank kurs darajasini emas, volatillikni nazorat qilishga intiladi va bu inflyatsion targetlash ruhiga mos tushadi. Zaxiralar darajasi bo‘yicha ma‘lumotlar, jumladan 1/1/2022 va 1/1/2023 holatlaridagi “rasmiy zaxira aktivlari” qiymatlari, intervensiya imkoniyatlarini baholashda tayanch ko‘rsatkich bo‘lib xizmat qiladi. Zaxiralarning 2024-2025 yillarda yuqorilashi intervensiya salohiyatini oshirsada, bu salohiyatni noto‘g‘ri ishlatish kutilmalarni buzishi mumkin. Shuning uchun intervensiya qoidalari bozor intizomini mustahkamlashi kerak.

To‘rtinchi yo‘nalish bu kurs siyosati va fiskal omillar muvofiqligini oshirishdir, chunki kursga bosim ko‘pincha monetar bo‘lmagan manbalardan keladi. Davlat xarajatlarining mavsumiyliigi, yirik import kontraktlari va byudjet likvidligi o‘zgarishi valyuta bozorida talabni keskinlashtirishi mumkin. Bunday paytda markaziy bank faqat stavka bilan javob bersa, monetar sharoit haddan tashqari qattiqlashib, iqtisodiy faollik pasayishi ehtimoli oshadi. Shuning uchun g‘aznachilik operatsiyalari, davlat qarzi joylashtirish jadvali va markaziy bank sterilizatsiya instrumentlari bir-biriga mos

rejalashtirilishi zarur. Bu muvofiqlik kursni “muddatli shoklar”dan himoya qiladi va bozor ishtirokchilariga prognoz qilish imkonini beradi. Natijada kurs volatilligi pasayadi, intervensiya ehtiyoji esa qisqaradi.



1-rasm. Siyosat stavkasi, inflyatsiya va rasmiy kurs dinamikasi o‘zaro bog‘liqligi¹

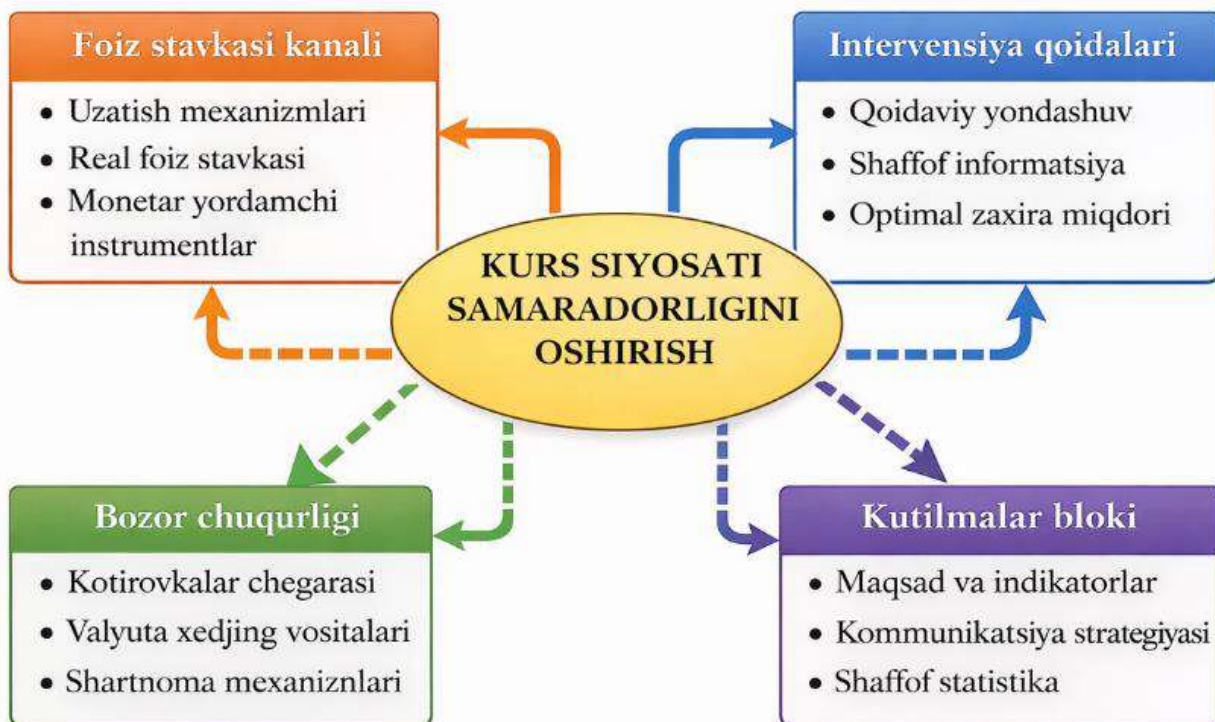
Beshinchi yo‘nalish bu kommunikatsion siyosat sifatini oshirish va kutilmalarni boshqarishdir. Bozorlar uchun eng qimmat resurs bu noaniqlik bo‘lib, u odatda “valyutaga qochish” xatti-harakatini kuchaytiradi. Markaziy bank qarorlari bo‘yicha muntazam sharhlar, risk ssenariylari va indikatorlar paneli e‘lon qilinishi kurs bo‘yicha spekulativ talabni kamaytiradi. Amaliy jihatdan, siyosat stavkasi va inflyatsiya dinamikasini birgalikda izohlash kurs siyosati “nimaga xizmat qilayotgani”ni aniq ko‘rsatadi. Masalan, 2024 yil dekabrda yillik inflyatsiya 9.8% bo‘lgan sharoitda siyosat stavkasining 13.5% darajada turishi real foiz stavkasi orqali talabni muvozanatlashtirish mantiqiga yaqinlashadi. Shu turdagi izchillik bozor kutilmalarini barqarorlashtiradi va kurs tebranishlarini yumshatadi.

Oltinchi yo‘nalish bu bank tizimi valyuta riskini cheklovchi makroprudensial talablarni kuchaytirishdir. Agar banklar va yirik qarz oluvchilarning ochiq valyuta pozitsiyalari yuqori bo‘lsa, kursning kichik o‘zgarishi ham moliyaviy barqarorlik riskini kuchaytiradi. Bunday sharoitda markaziy bank kursni “barqaror ushlab turish”ga majbur bo‘lib qoladi va bu siyosatning moslashuvchanligini pasaytiradi. Aksincha, prudensial limitlar, stress-testlar va valyuta likvidligi buferlari kuchli bo‘lsa, kurs moslashuvchanligi oshadi va shoklar iqtisodiyotga yumshoqroq tarqaladi. Bu yondashuv kurs siyosatini “himoya rejimi”dan “moslashuv rejimi”ga o‘tkazadi.

¹ Muallif ishlanmasi

Natijada kurs bozor signali bo‘lib qoladi, markaziy bank esa asosiy e‘tiborni inflyatsiya va kutilmalarga qaratadi.

Yettinchi yo‘nalish bu oltin va zaxiralar tarkibi omilini kurs tahlilida to‘g‘ri “tozalash”dir. Rasmiy zaxira aktivlari o‘shishi har doim ham sof valyuta tushumi ko‘payganini anglatmaydi, chunki oltin narxlari o‘zgarishi qayta baholash orqali ko‘rsatkichni “ko‘tarib yuborishi” mumkin. Masalan, rasmiy ma‘lumotlarda 2025-yil davomida zaxiralar ko‘rsatkichi yuqori darajalarga chiqishi kuzatiladi va bunda oltin komponenti ham katta ulushni tashkil etishi ko‘rinadi. Shuning uchun intervensiya quvvatini baholashda “tez realizatsiya qilinadigan valyuta likvidligi”ni alohida ko‘rsatkich sifatida qo‘llash maqsadga muvofiq bo‘ladi. Bu usul kurs siyosati bo‘yicha qarorlarni ehtiyotkorroq va aniqroq qiladi. Natijada zaxiralar siyosati kurs siyosatini qo‘llab-quvvatlaydi, lekin uni “almashtirib qo‘ymaydi”.



2-rasm. Kurs siyosati samaradorligini oshirishning instrumentlar xaritasi (foiz stavkasi kanali, intervensiya qoidalari, bozor chuqurligi va kutilmalar bloklari)¹

Sakkizinchi yo‘nalish bu kurs siyosatida “indikatorlarga tayangan monitoring” tizimini joriy etishdir. Bunda markaziy bank bir vaqtning o‘zida real samarali kurs, ichki va tashqi inflyatsiya tafovuti, foiz differensiali hamda valyuta bozorida likvidlik ko‘rsatkichlarini kuzatib boradi. Agar ko‘rsatkichlar paneli oldindan e‘lon qilingan mezonlarga bog‘lansa, qarorlar subyektiv talqindan ko‘ra qoidaviy mantiqqa yaqinlashadi. Bu yondashuv bozor uchun “prognozlanuvchan markaziy bank” obrazini kuchaytiradi. Prognozlanuvchanlik esa o‘z-o‘zidan risk premyasini pasaytiradi va

¹ Muallif ishlanmasi

kursga bosimni yumshatadi. Natijada siyosat samaradorligi intervensiya hajmiga emas, institut sifatiga tayanadi.

To‘qqizinchi yo‘nalish bu kurs siyosatini real sektor bilan bog‘laydigan “pass-through” tahlillarini muntazam yangilashdir. Almashuv kursidan narxlarga o‘tish koeffitsienti vaqt o‘tishi bilan o‘zgaradi, chunki import tarkibi, raqobat muhiti va tarif siyosati almashinadi. Agar pass-through pasaysa, kurs moslashuvchanligini oshirish inflyatsion xavfni keskin kuchaytirmaydi va bu siyosat uchun qo‘shimcha imkoniyat yaratadi. Aksincha, pass-through yuqori bo‘lsa, kurs tebranishlarini yumshatish uchun foiz stavkasi va kommunikatsiya yanada kuchli ishlatilishi lozim. Shu sababli kurs siyosati samaradorligini oshirishning amaliy yo‘li bu tahliliy modellarning institutsional doimiyligini ta‘minlashdir. Natijada qarorlar “reaktiv” emas, “oldindan ko‘ruvchi” tus oladi.

O‘ninchinchi yo‘nalish bu valyuta bozorida axborot shaffofligini oshirish va statistikani kengaytirishdir. Bozor ishtirokchilari ko‘pincha intervensiya motivi, likvidlik holati va yirik omillar bo‘yicha ma‘lumot yetishmasa, eng yomon ssenariyni narxlashga moyil bo‘ladi. Markaziy bank kurs, stavka va inflyatsiya bo‘yicha muntazam ochiq qatorlarni e‘lon qilayotgani ijobiy institut asosidir va bu ma‘lumotlar tahlil sifatini oshiradi. Biroq samaradorlikni oshirish uchun FX bozor aylanmalari, kotirovka spreadi va muddatlar bo‘yicha segmentlar ham ochiqlanishi kerak bo‘ladi. Bu shaffoflik riskni kamaytiradi va spekulativ harakatlarni cheklaydi. Natijada kurs siyosati bozor intizomi bilan mustahkamlanadi.

O‘n birinchi yo‘nalish bu siyosat aralashuvini “muvozanatli paket”ga aylantirishdir, ya‘ni faqat bitta instrumentga tayanmaslik kerak. Amaliyot shuni ko‘rsatadiki, siyosat stavkasi, intervensiya va kommunikatsiya bir-birini to‘ldirganda natija barqarorroq bo‘ladi. 2022-yilda inflyatsiya yuqori bo‘lgan sharoitda siyosat stavkasining yuqoriroq darajada bo‘lishi monetar sharoitni qattiqlashtirish orqali kurs bosimini ham yumshatishga xizmat qilgan mantiqqa ega. Keyingi yillarda inflyatsiya pasaygani sari instrumentlar kombinatsiyasi ham moslashishi zarur bo‘ladi, aks holda iqtisodiy faollik ortiqcha siqiladi. Shu sababli samaradorlikning mezonini “kurs darajasi” emas, “volatillik va kutilmalar barqarorligi” bo‘lishi kerak. Natijada kurs siyosati makrobarqarorlikka xizmat qiladi.

O‘n ikkinchi yo‘nalish bu “valyuta riskini narxlash”ni rivojlantirishdir, chunki risk narxlansa, talab ma‘muriy cheklovlar bilan emas, bozor mexanizmi bilan tartiblanadi. Banklar va korxonalar uchun hedjing imkoniyatlari kengaysa, ular kurs tebranishidan qo‘rqib ortiqcha valyuta yig‘maydi. Bu holat valyuta bozorida talabning keskin sakrashlarini kamaytiradi va markaziy bankning intervensiya ehtiyojini pasaytiradi. Hedjing bozori rivoji moliyaviy savodxonlik va shartnoma madaniyatini ham oshiradi. Natijada kurs siyosati “himoya” emas, “riskni boshqarish ekotizimi” bilan qo‘llab-quvvatlanadi.

O‘n uchinchi yo‘nalish bu kurs siyosati bo‘yicha natijadorlikni o‘lchash mezonlarini normativ va metodik jihatdan aniq belgilashdir. Masalan, maqsadli yo‘laklar, ruxsat etilgan volatillik diapazoni, intervensiya shaffofligi va zaxira yetarliligi kabi mezonlar bir hujjatda konsolidatsiya qilinsa, siyosatning hisobdorligi

oshadi. Bunday tizimda kurs siyosati “baholashga yaroqli davlat siyosati”ga aylanadi, bu esa akademik tahlil va jamoatchilik nazoratini kuchaytiradi. Aynan shu narsa uzoq muddatda institut ishonchini mustahkamlaydi. Natijada kutilmalar barqarorlashadi va kurs shoklariga sezgirlik pasayadi.

O‘n to‘rtinchi yo‘nalish sifatida umumlashtirib aytganda, markaziy bank kurs siyosati samaradorligini oshirish uchun uchta strategik maqsad bir yo‘nalishda ishlashi kerak: bozor chuqurligi, qoidaviy aralashuv va ishonchli kommunikatsiya. 2021-2025 yillardagi indikatorlar shuni ko‘rsatadiki, inflyatsiyaning pasayishi va siyosat stavkasining moslashuvi bilan birga kurs dinamikasi ham yangi muvozanat izlash jarayonini boshdan kechirgan. Shuningdek, zaxiralar ko‘rsatkichlari kurs siyosatiga “tampon” bo‘la olishini, lekin ularni to‘g‘ri talqin qilish zarurligini ko‘rsatadi. Demak, eng muhim natija shuki, samaradorlik intervensiya hajmi bilan emas, institutlar sifati va bozor mexanizmlarining ishlashi bilan belgilanadi. Shu konsepsiya amaliyotga chuqur singdirilsa, kurs siyosati barqarorlik va o‘shish manfaatlarini bir vaqtda qo‘llab-quvvatlay oladi.

XULOSA VA TAKLIFLAR

O‘tkazilgan ilmiy tahlillar shuni ko‘rsatadiki, markaziy bank kurs siyosati samaradorligi almashuv kursi darajasini ma‘lum chegarada ushlab turish bilan emas, balki narxlar barqarorligi, inflyatsion kutilmalar va moliyaviy barqarorlik bilan uzviy uyg‘unlikda ta‘minlanadi. Kuzatilgan makroiqtisodiy dinamikalar kurs, siyosat stavkasi va inflyatsiya o‘rtasida murakkab funksional bog‘liqlik mavjudligini tasdiqlaydi. Kurs tebranishlari ichki narxlar darajasiga bevosita ta‘sir ko‘rsatishi mumkin, biroq izchil monetar siyosat yuritilganda bu ta‘sir darajasi nazorat ostida ushlab turiladi. Xalqaro zaxiralar mavjudligi valyuta bozorida ishonch omilini mustahkamlasa ham, u kurs barqarorligini ta‘minlashning yagona vositasi hisoblanmaydi. Tadqiqot natijalari intervensiyaga haddan tashqari tayanish uzoq muddatli barqarorlikni kafolatlamasligini ko‘rsatadi. Kurs siyosati institutsional, monetar va kommunikatsion mexanizmlar uyg‘unligida amalga oshirilishi zarur.

Kurs siyosati samaradorligini oshirishning birinchi strategik yo‘nalishi monetar transmissiya mexanizmini kuchaytirishdan iborat. Siyosat stavkasi o‘zgarishlari banklararo bozor va real sektor kredit sharoitlariga tez va to‘liq uzatilishi ta‘minlanishi lozim. Bu jarayon foiz stavkasi kanalining samarali ishlashini ta‘minlaydi hamda kursga bosimni bevosita intervensiyasiz yumshatish imkonini beradi. Shu maqsadda likvidlikni boshqarish instrumentlarini takomillashtirish va operatsion mexanizmlarni yanada aniqlashtirish maqsadga muvofiq. Real foiz stavkasi ijobiy hududda shakllanishi inflyatsion kutilmalarni pasaytirishga xizmat qiladi. Natijada kurs siyosati narxlar barqarorligi bilan muvofiqlashgan holda amalga oshiriladi.

Ikkinchi yo‘nalish sifatida valyuta bozorining chuqurligini oshirish va narx aniqlanish mexanizmini takomillashtirish taklif etiladi. Bozor likvidligi yuqori bo‘lgan sharoitda kurs tebranishlari tabiiy ravishda yumshaydi va spekuliyativ bosim kamayadi. Shu maqsadda banklararo savdolar hajmini kengaytirish, kotirovka mexanizmlarini shaffoflashtirish va hedjning vositalarini rivojlantirish zarur. Valyuta riskini boshqarish instrumentlarining mavjudligi iqtisodiyot subyektlarining haddan tashqari valyuta

talabi shakllanishining oldini oladi. Bu esa markaziy bankning bevosita aralashuv ehtiyojini kamaytiradi. Natijada kurs siyosati bozor mexanizmlari bilan qo‘llab quvvatlanadi.

Uchinchi muhim yo‘nalish intervensiya siyosatini qoidaviy va prognozlanuvchan shaklga yaqinlashtirishdan iborat. Intervensiyalar kurs darajasini maqsadli ushlab turish uchun emas, balki keskin va tartibsiz tebranishlarni yumshatish uchun qo‘llanilishi lozim. Bunday yondashuv bozor ishtirokchilarining ishonchini mustahkamlaydi va kutilmalarni barqarorlashtiradi. Xalqaro zaxiralar darajasini optimal mezonlar asosida boshqarish intervensiya salohiyatini samarali taqsimlash imkonini beradi. Zaxiralar tarkibiy omillarini muntazam tahlil qilish ham muhim ahamiyatga ega. Shu tariqa kurs siyosati barqaror va mas’uliyatli institut sifatida namoyon bo‘ladi.

To‘rtinchi yo‘nalish sifatida kommunikatsiya strategiyasini takomillashtirish taklif etiladi. Markaziy bank qarorlari, prognozlari va risk omillari bo‘yicha muntazam hamda tizimli axborot berib borilishi zarur. Kutilmalarni boshqarish inflyatsiya va kurs o‘rtasidagi uzatish mexanizmini yumshatishga xizmat qiladi. Aniq va tushunarli signal berish bozor ishtirokchilarining ishonchini oshiradi. Bu esa spekulyativ xatti harakatlarni kamaytiradi. Natijada kurs siyosati samaradorligi institutsional ishonch orqali mustahkamlanadi.

Beshinchi yo‘nalish makroprudensial siyosat bilan integratsiyani kuchaytirishdan iborat. Bank tizimining ochiq valyuta pozitsiyalarini cheklash va risklarni muntazam baholash kurs shoklarining moliyaviy tizimga ta’sirini kamaytiradi. Stress testlar va prudensial talablar kurs o‘zgarishlariga nisbatan chidamlilikni oshiradi. Bu sharoitda kurs moslashuvchanligi iqtisodiyot uchun xavf tug‘dirmaydi. Real sektorning valyuta riskini boshqarish imkoniyatlari kengaytirilishi lozim. Natijada kurs siyosati makroiqtisodiy barqarorlikni qo‘llab quvvatlovchi omilga aylanadi.

Markaziy bank kurs siyosati samaradorligi ko‘p omilli tizim sifatida shakllanadi va u monetar, institutsional hamda bozor omillari uyg‘unligida namoyon bo‘ladi. Samaradorlik mezoni sifatida faqat nominal kurs barqarorligi emas, balki inflyatsion barqarorlik, kutilmalar muvozanati va moliyaviy tizim chidamliligi ham inobatga olinishi lozim. So‘nggi yillarda shakllangan amaliy tajriba kurs siyosatini qoidaviy, shaffof va bozor mexanizmlariga mos tarzda olib borish muhimligini ko‘rsatdi. Taklif etilgan chora tadbirlar amalga oshirilganda kurs siyosati iqtisodiy o‘sish va narxlar barqarorligi maqsadlariga bir vaqtda xizmat qilishi mumkin. Shu tariqa markaziy bankning institutsional samaradorligi yanada mustahkamlanadi.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO‘YXATI

1. Mundell R. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates // Canadian Journal of Economics and Political Science. 1963. Vol. 29. No. 4. P. 475-485.
2. Fleming J. M. Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates // IMF Staff Papers. 1962. Vol. 9. No. 3. P. 369-380.
3. Obstfeld M., Rogoff K. Foundations of international macroeconomics. Cambridge: MIT Press, 1996.

4. Taylor J. B. Discretion versus policy rules in practice // Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy. 1993. Vol. 39. P. 195-214.
5. Calvo G. A., Reinhart C. M. Fear of floating // Quarterly Journal of Economics. 2002. Vol. 117. No. 2. P. 379-408.
6. Mishkin F. S. The economics of money, banking, and financial markets. 11th ed. Boston: Pearson, 2016.
7. Svensson L. E. O. Inflation targeting as a monetary policy rule // Journal of Monetary Economics. 1999. Vol. 43. No. 3. P. 607-654.
8. Woodford M. Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy. Princeton: Princeton University Press, 2003.
9. Blanchard O. Macroeconomics. 7th ed. Boston: Pearson, 2017.
10. Eichengreen B. Globalizing capital: A history of the international monetary system. 3rd ed. Princeton: Princeton University Press, 2019.
11. Fischer S. Exchange rate regimes: Is the bipolar view correct // Journal of Economic Perspectives. 2001. Vol. 15. No. 2. P. 3-24.
12. Central Bank of the Republic of Uzbekistan. Monetary policy review. Tashkent: CBU, turli yillar.
13. Central Bank of the Republic of Uzbekistan. Annual report. Tashkent: CBU, turli yillar.
14. G'ulomov S. S. Makroiqtisodiyot asoslari. Toshkent: Iqtisod Moliya, 2018.
15. Vahobov A., Shodmonov Sh. Makroiqtisodiy barqarorlik va pul kredit siyosati. Toshkent: Universitet nashriyoti, 2020.
16. Abdurahmonov Q. X. Milliy iqtisodiyot va makroiqtisodiy siyosat. Toshkent: Fan va texnologiya, 2019.
17. Berkinov B. B. Pul muomalasi va kredit. Toshkent: Iqtisodiyot, 2017.
18. Norqulov I. Valyuta siyosati va bozor mexanizmlari. Toshkent: Iqtisodiyot, 2022.
19. Xolmamatov M. O'zbekiston Respublikasida valyuta liberallashuvi jarayonlari tahlili // Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar. 2023. No. 4. P. 45-53.
20. International Monetary Fund. Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions. Washington DC: IMF, turli yillar.



Marketing

ilmiy, amaliy va ommabop jurnali

Muharrir:

Xakimov Ziyodulla Axmadovich

Ingliz tili muharriri:

Tursunov Boburjon Ortiqmirzayevich

Rus tili muharriri:

Kaxramonov Xurshidjon Shuxrat o'g'li

Musahhah:

Karimova Shirin Zoxid qizi

Sahifalovchi va dizaynerlar:

Sadikov Shoxrux Shuxratovich

Abidjonov Nodirbek Odijon o'g'li

2026-yil, mart, 3-son

© Materiallar ko'chirib bosilganda "Marketing" ilmiy, amaliy va ommabop jurnali manba sifatida ko'rsatilishi shart. Jurnalda bosilgan material va reklamalardagi dalillarning aniqligiga mualliflar mas'ul. Tahririyat fikri har vaqt ham mualliflar fikriga mos kelavermasligi mumkin. Tahririyatga yuborilgan materiallar qaytarilmaydi.

Mazkur jurnalda maqolalar chop etish uchun quyidagi havolalarga murojaat qilish mumkin. Ilmiy maqola, ommabop maqola, reklama, hikoya va boshqa ilmiy-ijodiy materiallar yuborishingiz mumkin.

Materiallar va reklamalar pullik asosda chop etiladi.

Elektron pochta:

info@marketingjournal.uz

Bot:

[@marketinjournalbot](https://t.me/@marketinjournalbot)

Tel.:

+998977838464, +998939266610

Jurnalning rasmiy sayti: <https://marketingjournal.uz>

Marketing jurnali O'zbekiston Respublikasi Oliy ta'lim, fan va innovatsiyalar vazirligi huzuridagi **Oliy attestatsiya komissiyasi rayosatining 2024-yil 04-oktabrdagi 332/5 sonli qarori** bilan milliy ilmiy nashrlar ro'yxatiga kiritilgan



"Marketing" ilmiy, amaliy va ommabop jurnali 2024-yil 15-martdan O'zbekiston Respublikasi Prezidenti Administratsiyasi huzuridagi Axborot va ommaviy kommunikatsiyalar agentligi tomonidan **C-5669517** reyestr raqami tartibi bo'yicha ro'yxatdan o'tkazilgan. **Litsenziya raqami: №240874**



"Marketing" ilmiy, amaliy va ommabop jurnalining xalqaro darajasi: **9710**. GOCT 7.56-2002 " Seriyali nashrlarning xalqaro standart raqamlanishi" davlatlartaro standartlari talablari. **Berilgan ISSN tartib raqami: 3060-4621**