

**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ**  
**ХУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ**  
**DSc.03/10.12.2019.I.16.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ**  

---

**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ**

**КУРБОНБЕКОВА МОҲИЧЕХРА ТУРОБЖОНОВНА**

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИДА ПУЛЛАР**  
**ТАКЛИФИНИ ТАРТИБГА СОЛИШ АМАЛИЁТИНИ**  
**ТАКОМИЛЛАШТИРИШ**

**08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит**

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси**  
**АВТОРЕФЕРАТИ**

**Тошкент – 2020**

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси  
автореферати мундарижаси**

**Оглавление автореферата диссертации доктора философии (PhD) по  
экономическим наукам**

**Content of dissertation abstract of the doctor of philosophy (PhD) on  
economical sciences**

**Қурбонбекова Моҳичехра Туробжонова**

Ўзбекистон Республикасида пуллар таклифини тартибга солиш  
амалиётини такомиллаштириш ..... 3

**Қурбонбекова Моҳичехра Туробжонова**

Совершенствование практики регулирования денежного  
предложения в Республике Узбекистан ..... 29

**Kurbonbekova Mohichexra Turobjonovna**

Improving the practice of regulating the money supply in the Republic of  
Uzbekistan..... 55

**Эълон қилинган ишлар рўйхати**

Список опубликованных работ  
List of published works..... 59

**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ**  
**ХУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ**  
**DSc.03/10.12.2019.I.16.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ**  

---

**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ**

**КУРБОНБЕКОВА МОҲИЧЕХРА ТУРОБЖОНОВНА**

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИДА ПУЛЛАР**  
**ТАКЛИФИНИ ТАРТИБГА СОЛИШ АМАЛИЁТИНИ**  
**ТАКОМИЛЛАШТИРИШ**

**08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит**

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси**  
**АВТОРЕФЕРАТИ**

**Тошкент – 2020**

**Фалсафа доктори (PhD) диссертацияси мавзуси Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида B2018.3.PhD/Iqt717 рақам билан рўйхатга олинган.**

Диссертация Тошкент давлат иқтисодиёт университетида бажарилган.

Диссертация автореферати уч тилда (ўзбек, рус, инглиз (резюме)) Илмий кенгаш веб-саҳифаси ([www.tsue.uz](http://www.tsue.uz)) ва «Ziyouet» ахборот-таълим портали ([www.ziyouet.uz](http://www.ziyouet.uz))да жойлаштирилган.

**Илмий раҳбар:**

**Ходиев Баходир Юнусович**  
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

**Расмий оппонентлар:**

**Омонов Ақром Абдиназарович**  
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

**Мустафақулов Шерзод Игамбердиевич**  
иқтисодиёт фанлари доктори, доцент

**Етакчи ташкилот:**

**Ўзбекистон Республикаси Президенти ҳузуридаги  
Давлат бошқаруви академияси**

Диссертация ҳимояси Тошкент давлат иқтисодиёт университети ҳузуридаги илмий даражалар берувчи DSc.03/10.12.2019.I.16.01 рақамли Илмий кенгашнинг 2021 йил «\_\_\_» \_\_\_\_\_ соат \_\_\_\_\_ даги мажлисида бўлиб ўтади. Манзил: 100003, Тошкент шаҳри, Ислон Каримов кўчаси, 49-уй. Тел.: (99871) 239-28-72, факс: (99871) 239-43-51, e-mail: [tdu@tdiu.uz](mailto:tdu@tdiu.uz).

Диссертация билан Тошкент давлат иқтисодиёт университетининг Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин (\_\_\_\_\_ - рақами билан рўйхатга олинган). Манзил: 100003, Тошкент шаҳри, Ислон Каримов кўчаси, 49-уй. Тел.: (99871) 239-28-72, факс: (99871) 239-43-51, e-mail: [tdu@tdiu.uz](mailto:tdu@tdiu.uz).

Диссертация автореферати 2020 йил «\_\_\_» \_\_\_\_\_ куни тарқатилди.

(2020 йил «\_\_\_» \_\_\_\_\_ даги №\_\_\_ рақамли реестр баённомаси).

**Н.Х. Жумаев**

Илмий даражалар берувчи Илмий кенгаш  
раиси, и.ф.д., профессор

**У.В. Гафуров**

Илмий даражалар берувчи Илмий кенгаш  
котиби, и.ф.д., профессор

**С.К. Худойқулов**

Илмий даражалар берувчи Илмий кенгаш  
қошидаги илмий семинар раиси, и.ф.д.,  
профессор

## КИРИШ (фалсафа доктори (PhD) диссертацияси аннотацияси)

**Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати.** Тараққий этган мамлакатлар тажрибаси кўрсатадики, пуллар таклифини тартибга солиш амалиётини такомиллаштириш инфляция даражасининг ошишига йўл қўймаслик ва макроқтисодий ўсиш суръатларининг барқарорлигини таъминлашнинг зарурий шартларидан бири ҳисобланади. Хусусан, «АҚШ Федерал захира тизими (ФЗТ) томонидан пул массасининг паст ва барқарор суръатларда ўсишининг таъминланганлиги 2019 йилда инфляциянинг паст даражада бўлишини (2,3%) таъминлаш имконини берди. Бу эса, ФЗТга 2019 йилда таянч ставкани амалдаги 2,25 фоиздан 1,75 фоизга тушириш имконини берди»<sup>1</sup>. «Россия Марказий банки томонидан пуллар таклифини тартибга солиш амалиётини такомиллаштирилиши, жумладан, таянч фоиз ставкасининг мослашувчанлигини ошириш, очик бозор операциялари ҳажмини ошириш йўли билан банк тизимидаги ортиқча ликвидликни олиб қўйилиши натижасида инфляциянинг йиллик даражасини 2019 йилда белгиланган прогноз кўрсаткичлари доирасида бўлиши (2019 йилда инфляциянинг йиллик даражаси 3,0% бўлди) таъминланди»<sup>2</sup>. Ушбу кўрсаткичлар халқаро доирада пуллар таклифини тартибга солиш амалиёти бўйича очик бозор операцияларининг роли юқори эканлигидан далолат беради.

Дунё мамлакатларида пул массасининг паст ва барқарор даражасини таъминлаш, пул-кредит сиёсати инструментларидан фойдаланиш амалиётини такомиллаштириш, пуллар таклифини таргетлашни такомиллаштириш, инфляцион таргетлаш режимдан фойдаланиш самарадорлигини ошириш, миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш, пул-кредит сиёсатининг трансмиссион механизми каналларидан фойдаланиш амалиётини такомиллаштириш, пул-кредит сиёсати ва бюджет-солиқ сиёсати ўртасидаги мутаносибликни таъминлаш, пул-кредит сиёсатининг шаффофлигини таъминлашга бағишланган фундаменталь тадқиқотлар олиб борилмоқда. Бу эса, пуллар таклифини тартибга солиш амалиётини илмий асосда тадқиқ қилишнинг долзарб масала эканлигидан далолат беради.

2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясида илғор халқаро тажрибада қўлланиладиган инструментлардан фойдаланган ҳолда пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш, шунингдек, валютани тартибга солишда замонавий бозор механизмларини босқичма-босқич жорий этиш, миллий валютанинг барқарорлигини таъминлаш вазифаси қўйилган<sup>3</sup>. Бу эса, пул-кредит сиёсатининг марказий масаласи бўлган пуллар таклифини тартибга солиш масаласини илмий асосда тадқиқ қилиш заруриятини юзага келтиради.

<sup>1</sup> Monetary Policy. <http://www.federalreserve.gov>.

<sup>2</sup> Банк России. Годовой отчет 2019. – Москва, 2020. [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru).

<sup>3</sup> Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли фармони. Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами. – Тошкент, 2017. – № 6 (766). – 32-б.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сон «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги, 2019 йил 18 ноябрдаги ПФ-5877-сон «Инфляция таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида»ги фармонлари, 2017 йил 13 сентябрдаги ПҚ-3272-сон «Пул-кредит сиёсатини янада такомил-лаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарори ва бошқа меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни бажаришда ушбу диссертация иши муайян даражада хизмат қилади.

**Тадқиқотнинг республика фан ва технологиялари ривож-ланишининг устувор йўналишларига мослиги.** Мазкур тадқиқот иши республика фан ва технологиялари ривожланишининг I. «Демократик ва ҳуқуқий жамиятни маънавий-ахлоқий ва маданий ривожлантириш, инновацион иқтисодий шакллантириш» устувор йўналишига мувофиқ бажарилган.

**Муаммонинг ўрганилганлик даражаси.** Пул таклифини тартибга солишнинг алоҳида олинган назарий ва амалий жиҳатлари хорижлик олимлар А.Косой, Г.Белоглазова, Д.Ван-Хуз, Ж.Кейнс, А.Навой, М.Абрамова, М.Фридмен, О.Лаврушин, О.Афанасьева, О.Смирнова, Р.Миллер, С.Моисеев, У.Хесус, Ф.Мишкин, Б.Тэйлор, Ж.Маккалумларнинг илмий ишларида тадқиқ қилинган ва тегишли илмий хулосалар шакллантирилган<sup>4</sup>.

Пул таклифини тартибга солишнинг айрим назарий, услубий ва амалий жиҳатлари Ўзбекистонлик олимлардан Н.Жумаев, О.Намозов, А.Омонов, Б.Душаев, Ш.Мустафақулов, Т.Қоралиев, Т.Бобақулов, А.Абсаламовларнинг илмий изланишларида ўз ифодасини топган<sup>5</sup>.

Бироқ, пуллар таклифини тартибга солиш амалиётини такомиллаштириш масаласи ўзбекистонлик иқтисодчи олимлар томонидан алоҳида диссертация иши объекти сифатида ўрганилмаган.

---

<sup>4</sup> Навой А.В. Центральный банк в глобальном хозяйстве. Монография. – М.: ГОУ ВПО «РЭУ им. Г.В.Плеханова», 2010. – 528 с.; Косой А.М. Платежный оборот: исследование и рекомендации. Монография. – М.: КНОРУС, 2012. – 296 с.; Белоглазова Г.Н. Деньги, кредит, банки. Учебник. – М.: Высшее образование, 2008. – 620 с.; Миллер Л.Р., Ван-Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело. Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 2000. – 856 с.; Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. Пер. с англ. – М.: Гелиос АРВ, 1999. – 352 с.; Абрамова М.А. Национальная денежная система: теория, методология исследования, концепция развития в условиях модернизации современной экономики. – М.: ИНФРА-М, 2014. – 380 с.; Фридмен М. Основы монетаризма. Пер. с англ. – М.: ТЕИС, 2002. – 175 с.; Афанасьева О.Н. О таргетировании инфляции и регулировании курса рубля//Банковское дело. – Москва, 2014. – №4. – С. 10-14.; Смирнова О.В. Центральные банки в современном мире//Деньги и кредит. – Москва, 2013. – №10. – С. 66-73.; Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика. – М.: Экономистъ, 2008. – 652 с.; McCallum B.T. Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for The United States, the United Kingdom, and Japan// Economic Quarterly of the Federal Reserve Bank of Richmond, 1/86, Winter, 2000. – P. 49-79.; Taylor, J. The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by European Central Bank//Journal of Monetary Economics. Vol. 43. Issues, 1993. – P. 655-679.

<sup>5</sup> Жумаев Н.Х. Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш. и.ф.д. илм. дар. ол. уч. тақд. эт. дисс. автореф. – Тошкент, 2008.; Омонов А.А., Қоралиев Т.М. Пул, кредит ва банклар. Дарслик. – Тошкент: Iqtisod-Moliya, 2012. – 324 б.; Намозов О.Ш. Монетарная политика в переходной экономике: концептуальные подходы и программные направления. Автореф. дисс. на соис. уч. ст. д.э.н. – Ташкент, 2001. – 39 с.; Бобақулов Т.И. Ўзбекистон Республикасида миллий валюта курсининг барқарорлигини таъминлаш борасидаги муаммолар ва уларни ҳал қилиш йўллари. И.ф.д. илм. дар. ол. уч. тақд. эт. дисс. автореф. – Тошкент: БМА, 2008. – 33 б.; Абсаламов А.Т. Марказий банк пул-кредит сиёсати трансмиссион механизмини такомиллаштириш и.ф.д. (PhD) илм. дар. ол. уч. тақд. эт. дисс. автореф. – Тошкент: ТМИ, 2020. – 60 б.; Душаев Б.М. Монетарная политика. – Ташкент: Iqtisod-Moliya, 2003. – 120 б.

**Диссертация мавзусининг диссертация бажарилган олий таълим муассасаси илмий-тадқиқот ишлари режалари билан боғлиқлиги.** Диссертация иши Тошкент давлат иқтисодиёт университети илмий-тадқиқот ишлари режасининг «Ўзбекистон Республикаси иқтисодиётининг барқарор ривожланиши шароитида банк-молия, солиқ ва инвестиция фаолиятини модернизациялаш муаммоларини илмий ишлаб чиқиш» мавзусидаги фундаментал лойиҳа доирасида бажарилган..

**Тадқиқотнинг мақсади** Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг пуллар таклифини тартибга солиш амалиётини такомиллаштиришга қаратилган илмий таклифлар ва амалий тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

**Тадқиқотнинг вазифалари:**

пул таклифини тартибга солиш хусусидаги илмий-назарий қарашларни қиёсий ва танқидий таҳлил қилиш ҳамда уларнинг амалий аҳамиятини баҳолашга хизмат қиладиган хулосаларни шакллантириш;

пул таклифини тартибга солиш моделларини таҳлил қилиш;

пул таклифини тартибга солиш амалиёти борасидаги илғор хориж тажрибасини ўрганиш ва умумлаштириш;

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг пул таклифини тартибга солиш амалиётини таҳлил қилиш ва мавжуд тенденцияларни аниқлаш;

Ўзбекистон Марказий банки пул таклифининг иқтисодий кўрсаткичларга таъсирининг импульс реакциясини аниқлаш;

ликвидлилик эффектининг тижорат банклари фаолиятига таъсирини эмпирик таҳлили қилиш;

пул таклифини тартибга солишни такомиллаштириш билан боғлиқ бўлган муаммоларни аниқлаш ва уларни ҳал қилишга қаратилган илмий таклифлар ва амалий тавсияларни ишлаб чиқиш.

**Тадқиқотнинг объекти** бўлиб, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг пул таклифини тартибга солиш амалиёти ҳисобланади.

**Тадқиқотнинг предмети**ни пуллар таклифини тартибга солиш жараёнида юзага келадиган молиявий муносабатлар ташкил этади.

**Тадқиқотнинг усуллари.** Диссертацияда анализ ва синтез, индукция ва дедукция, эксперт баҳолаш, статистик ва иқтисодий-математик усуллардан фойдаланилган.

**Тадқиқотнинг илмий янгилиги** қуйидагилардан иборат:

ҳукумат қимматли қоғозлар бозорини шакллантириш ва унинг узлуксиз фаолият кўрсатишини таъминлаш ҳамда Марказий банк РЕПО ҳажмини оширишнинг мақсадга мувофиқлиги асослаб берилган;

Марказий банкнинг мажбурий захира сиёсатини пул таклифини тартибга солишдаги аҳамиятини ошириш мақсадида илғор хориж тажрибасига асосланган ҳолда мажбурий захира ставкаларини, бир рақамли сон даражасида белгилаш ва банкларнинг узоқ муддатли депозитларини мажбурий захира ажратмаларидан озод қилишнинг зарурлиги асосланган;

банк активлари таркибида юқори ликвидли активлар салмоғини ошириш орқали жорий ликвидлилик коэффиценти даражасини ошириш таклифи асосланган;

трансакцион депозитларнинг брутто депозитлар ҳажмидаги салмоғини, соф фоизли спрэд кўрсаткичининг меъёрий талабдан паст бўлмаган барқарор даражасини таъминлаган ҳолда, трансакцион депозитларнинг барқарор қолдиғидан ресурс сифатида фойдаланиш ва муддатли депозитларнинг фоиз ставкаларини ошириш асосида пасайтириш таклиф этилган.

**Тадқиқотнинг амалий натижалари** қуйидагилардан иборат:

миллий валютанинг девальвация суръатини Ўзбекистоннинг асосий ташқи савдо ҳамкорлари бўлган давлатларнинг (Россия, Хитой, Қозоғистон, Туркия) миллий валюталари девальвация суръатларига мутаносиблигини таъминлаш йўли билан Марказий банкнинг курс сиёсатини экспортни рағбатлантиришдаги ролини оширишнинг мақсадга мувофиқлиги асослаб берилган;

Ўзбекистон Марказий банки пул таклифи ошишининг инфляцияга таъсири кучли эканлиги ҳамда ойлик реал пул массаси 1 фоизга ошиши ойлик инфляция даражасини 4 ойдан сўнг 0,4 фоизга ошириши экнометрик таҳлилилар асосида асослаб берилган;

Марказий банк қайта молиялаш фоиз ставкасининг иқтисодиётдаги инфляция даражасига таъсири сушт эканлиги VAR модел импульс реакцияси орқали кўрсатилган.

мамлакатимизда инфляциянинг йиллик даражасининг 1 фоизга ўсиши тижорат банклари кредитлари миқдорини 0,65 фоизга ўсишига олиб келиши экнометрик таҳлиллар ёрдамида асосланди.

Ўзбекистонда ойлик пул массаси реал кўрсаткичининг 1 фоизга ошиши ойлик пул бозоридаги реал фоиз ставкани 4 ойдан сўнг -0,3 фоизга пасайтириши аниқланган.

**Олинган натижаларнинг ишончлилиги** уларни пуллар таклифини тартибга солиш хусусидаги илмий-назарий қарашларнинг қиёсий ва танқидий таҳлилига, илғор хориж тажрибасини ўрганиш ва умумлаштириш натижаларига ва расмий статистик ва амалий маълумотлар, Марказий банк статистик ва амалий маълумотлари, Акциядорлик-тижорат «Туронбанк» таҳлилига асосланганлиги билан белгиланади.

**Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти.** Диссертация иши натижаларининг илмий аҳамияти улардан келгусида узоқ муддатли даврий оралиқларда паст ва барқарор даражасини таъминлашга бағишланган махсус илмий-тадқиқотларни амалга оширишда манба сифатида фойдаланиш мумкинлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти шундаки, уларни пул массасининг ўсиш суръатларининг барқарорлигини таъминлашга қаратилган чора-тадбирлар мажмуини ишлаб чиқишда ҳамда Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сон «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги ва 2019 йил 18 ноябрдаги ПФ-5877-сон «Инфляцион таргетлаш



режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида»ги фармонларида кўрсатилган вазифаларни бажаришга қаратилган чора-тадбирларни ишлаб чиқишда, олий таълим тизимидаги ўқув қўлланмаларда фойдаланилиши мумкин.

**Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши.** Ўзбекистон Республикасида пуллар таклифини тартибга солиш амалиётини такомиллаштириш бўйича ишлаб чиқилган таклифлар асосида:

Ҳукумат қимматли қоғозлари бозорини шакллантириш, унинг узлуксиз фаолият кўрсатишини таъминлаш ва Марказий банкнинг РЕПО операциялари ҳажмини ошириш таклифи Ўзбекистон Республикаси Марказий банки амалиётига жорий этилган (Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг 2020 йил 24 августдаги 08-12/638-сон маълумотномаси). Ушбу таклифнинг амалиётга татбиқи натижасида 2020 йил январдан банк тизими ликвидлилигини самарали тартибга солиш мақсадида Марказий банк облигациялари муомалага чиқарила бошланган, Марказий банкнинг инфляцион таргетлашга ўтиш доирасида пул-кредит сиёсати инструментлари такомиллаштирилган ҳамда 2020 йил 24 февралдан давлат қимматли қоғозлари билан РЕПО операцияларини амалга ошириш йўлга қўйилган;

Марказий банкнинг мажбурий захира сиёсатини пуллар таклифини тартибга солишдаги аҳамиятини ошириш мақсадида мажбурий захира ставкаларини, илғор хориж тажрибасига асосланган ҳолда, бир рақамли сон даражасида белгилаш ва банкларнинг узоқ муддатли депозитларини мажбурий захира ажратмаларидан озод қилиш таклифи Ўзбекистон Республикаси Марказий банки амалиётига жорий этилган (Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг 2020 йил 24 августдаги 08-12/638-сон маълумотномаси). Мазкур таклифнинг амалиётга татбиқи натижасида 2018 йилнинг 1 октябридан бошлаб, мажбурий захиралар фақат миллий валютада шакллантириладиган бўлди; юридик ва жисмоний шахсларнинг депозитлари бўйича мажбурий захира меъёрлари бирхиллаштирилган; миллий валютадаги депозитлар учун мажбурий захира ставкаси бир рақамли сон даражасида (4%) қилиб белгиланган;

банк активлари таркибида юқори ликвидли активлар салмоғини ошириш орқали жорий ликвидлик коэффициенти даражасини ошириш таклифи Ўзбекистон Республикаси Акциядорлик-тижорат «Туронбанк» амалиётига жорий этилган (АТБ Туронбанкнинг 2020 йил 16 октябрдаги 11/04-399-1-сон маълумотномаси). Ушбу таклифнинг амалиётга татбиқи натижасида АТБ Туронбанкда жорий ликвидлик коэффициенти 2019 йилда 2018 йилга нисбатан 0,36 пунктга ошган;

трансакцион депозитларнинг брутто депозитлар ҳажмидаги салмоғини, соф фоизли спрэд кўрсаткичининг меъёрий талабдан паст бўлмаган барқарор даражасини таъминлаган ҳолда, трансакцион депозитларнинг барқарор қолдиғидан ресурс сифатида фойдаланиш ва муддатли депозитларнинг фоиз ставкаларини ошириш асосида пасайтириш таклифи Ўзбекистон Республикаси Акциядорлик-тижорат «Туронбанк» амалиётига жорий этилган (АТБ

Туронбанкнинг 2020 йил 16 октябрдаги 11/04-399-1-сон маълумотномаси). Ушбу таклифнинг амалиётга татбиқи натижасида 2019 йилда АТБ Туронбанк депозитларининг умумий ҳажмида трансакцион депозитларнинг салмоғи 2018 йилга нисбатан 10,6 фоизли пунктга пасайган.

**Тадқиқот натижаларининг апробацияси.** Мазкур тадқиқот натижалари 6 та, жумладан 4 та республика ва 2 та халқаро илмий-амалий конференцияларда муҳокамадан ўтказилган.

**Тадқиқот натижаларининг эълон қилинганлиги.** Диссертация мавзуси бўйича жами 15 та илмий иш, шу жумладан, Ўзбекистон Республикаси Олий Аттестация Комиссиясининг докторлик диссертацияларининг асосий илмий натижаларини чоп этиш тавсия этилган илмий нашрларда 9 та мақола, жумладан, 7 та республика ва 2 та хорижий журналларда нашр этилган.

**Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми.** Диссертация иши таркибан кириш, учта боб, хулоса ва фойдаланилган адабиётлар рўйхати ҳамда иловалардан иборат. Диссертациянинг ҳажми 136 бетни ташкил этган.

## ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

Диссертациянинг **кириш** қисмида тадқиқотнинг долзарблиги ва зарурати асосланган, тадқиқотнинг мақсади ва асосий вазифалари, объекти ва предмети шакллантирилган, республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига боғлиқлиги кўрсатилган, тадқиқотнинг илмий янгилиги ва амалий натижалари баён этилган, олинган натижаларнинг илмий ва амалий аҳамияти ёритиб берилган, тадқиқот натижаларини амалиётга жорий этилганлиги ва синовдан ўтганлиги, нашр этилган ишлар ва диссертация тузилиши бўйича маълумотлар келтирилган.

Диссертациянинг «**Пул таклифини тартибга солиш амалиётининг назарий асослари ва хориж тажрибаси**» деб номланган биринчи бобида пул таклифини тартибга солиш хусусидаги илмий-назарий қарашлар, меъёрий-ҳуқуқий асослари тадқиқ қилинган, пул таклифини тартибга солиш моделлари қиёсий таҳлил қилинган, ҳамда пул таклифини тартибга солиш борасидаги илғор хориж тажрибаси ўрганилган ва умумлаштирилган.

Иқтисодчи олимларнинг пул таклифини тартибга солиш хусусидаги илмий-назарий қарашларини тадқиқ қилиш натижалари кўрсатдики:

хукумат ва Марказий банк капиталнинг кутилаётган даромад меъёрига молиявий активларга бўлган талаб ва улар таклифини бошқариш орқали таъсир этиши мумкин;

Марказий банк пул таклифини тартибга солиш орқали инфляцияни жиловлаш мумкин, чунки инфляция кўп омилли жараён эмас;

Марказий банкнинг очик бозор операциялари афзалликлари:

очик бозор операциялари марказий банкларнинг ташаббуси билан амалга оширилади ва унинг ҳажми марказий банклар томонидан назорат қилинади;

очик бозордаги операциялар аниқ ва мослашувчан бўлиб, улар ҳар қандай ҳажмга эга бўлиши мумкин;

очик бозордаги операциялар осон қайтарилувчанлик мазмунига эга.

Б.МакКаллум ва К.Дауд томонидан ишлаб чиқилган пуллар таклифи моделларида индивиднинг пулларга нисбатан қарорини алоҳида ажратиб олган ҳолда эмас, балки инсон фаровонлигининг умумий модели асосида кўриб чиқишни таклиф қилдилар. Уларнинг хулосаларига кўра, пулларни харид учун ишлатиш индивиднинг вақтини сезиларли даражада иқтисод қилинишига олиб келади. Инсоннинг оптимал ҳатти-ҳаракати, фойдалиликнинг индивидуал функциясини максималлаштириш асосида, иш вақти билан бўш вақти ўртасидаги танловни англатади<sup>6</sup>.

Кейганининг модели инфляция кучайган даврларда амал қилади. Иқтисодиётда баҳолар кескин ошганда пулнинг харид қобилияти сезиларли даражада пасаяди. Бундай шароитда реал даромад, реал фоиз ставкаси ва бошқа макроиқтисодий индикаторларнинг пулга бўлган талабга таъсири сезиларсиз бўлиб қолади. Натижада, индивидларнинг пулга бўлган ҳоҳиши ва талаби инфляция суръатига мутаносиб равишда камаяди<sup>7</sup>.

Д.Хиршляйфер моделига кўра<sup>8</sup>, вақтлараро танловнинг хусусияти шундаки, бугун олинadиган пул келгусида олинadиган пулга нисбатан юқори баҳоланади. Чунки, бугунги даромад бевосита истеъмол ҳисобланади. Агар истеъмол кечиктирилса, унда истеъмолчи зарар кўради. Бунинг сабаби шундаки, ушбу зарар келгусида юқори даромад ҳисобидан қопланади. Агар пул истеъмолдан олинib кечиктирилса, у ҳолда уларнинг қиймати ўсиш билан ҳисобланади.

Ф.С.Мишкиннинг фикрига кўра пул таклифини тартибга солишда РЕПО операцияларидан кенг кўламда ва муваффақиятли фойдаланаётган Марказий банклардан бири бўлиб, АҚШнинг Федерал захира тизими (ФЗТ) ҳисобланади<sup>9</sup>. ФЗТнинг бирламчи (асосий) тур кредитлари фақат ишончли депозит муассасаларига маълум бир вақтга (одатда, бир неча соатга) ёки вазият тақозосига кўра узокроқ муддатга берилиши мумкин. Ушбу депозит муассасаларининг ишончилигини аниқлаш учун уларнинг молиявий аҳволи юзасидан мунтазам мониторинг олиб борилади, рейтинг юритилади. Депозит муассасалари ушбу қарз маблағларини асосан молиялаштиришнинг захира манбаси сифатида қарашади ва улардан бошқа мақсадларда фойдаланишмайди. Ушбу биринчи тур қарз маблағи асосий манба ҳисоблангани боис ҳам АҚШ ФЗБ лексиконида уни «дисконтланган ставка» дейишади. Иккиламчи тур кредитлари барқарор депозит муассасаларига берилиб, уларнинг дисконт ставкаси ишончли депозит муассасаларига бериладиган дисконт ставкасидан 50 фоиз пунктга юқорирок, баъзи ҳолларда эса вазият тақозосига кўра ундан-да юқорирок бўлиши мумкин. Ушбу турдаги кредитларнинг муддати бир кунлик

<sup>6</sup> McCallum B.T. Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for The United States, the United Kingdom, and Japan// Economic Quarterly of the Federal Reserve Bank of Richmond, 1/86, Winter, 2000. – P. 49-79.; Dowd, Kevin. The Value of time and the transactions demand for money//Journal of Money, Credit and Banking – 1990 – V.22 - №1- P. 51-64.

<sup>7</sup> Гераськин М.И., Кузнецова О.А. Экономико-математическое моделирование. Макроэкономические и социальные модели. Учебное пособие. – Самара: Изд-во Самарского университета, 2017. – 80 с.

<sup>8</sup> Розанова Н.М. Монетарная экономика. Теория денег и кредита: в 2 т. Учебник. – М.: Юрайт, 2016. – С. 120-123.

<sup>9</sup> Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2013. – С. 486 - 488.

ҳисобланади. Мазкур кредитлар ликвидлик танқислигини олдини олиш мақсадида жалб қилинади. Улардан депозит муассасаларининг активларини молиялаштиришда фойдаланиш мумкин эмас. Учинчи, яъни мавсумий тур кредитлари унча катта бўлмаган депозит муассасаларига ўз кредит ва депозит операцияларидаги мавсумий номутаносибликларнинг олдини олиш учун берилади. Бунда ушбу депозит муассасалари мавсумий тебранишларга хос бўлган ҳолатларни аниқ асослаб беришлари лозим. Одатда бундай муассасалар қишлоқ хўжалиги соҳасига ёки туристик салоҳиятга эга бўлган жойларда фаолият кўрсатадиган хўжалик субъектларига хизмат кўрсатишади. Мазкур кредитнинг дисконт ставкаси бозор ставкасига тенг бўлади.

1-жадвалда келтирилган маълумотлардан кўринадики, 2015-2017 йилларда АҚШ ЯИМнинг ўсиш суръатини пасайиш тенденцияси кузатилган. Аммо, 2018 йилда ЯИМнинг ўсиш суръати 2017 йилга нисбатан сезиларли даражада ошган. Бироқ, ушбу кўрсаткич 2019 йилда 2018 йилга нисбатан пасайган. Бу эса, асосан, қуйидаги сабаблар билан изоҳланади:

Хитой билан давом этаётган савдо уруши натижасида зарар кўрилаётганлиги; 2019 йилда жаҳон иқтисодиёти ўсишининг секинлашганлиги.

**1-жадвал**

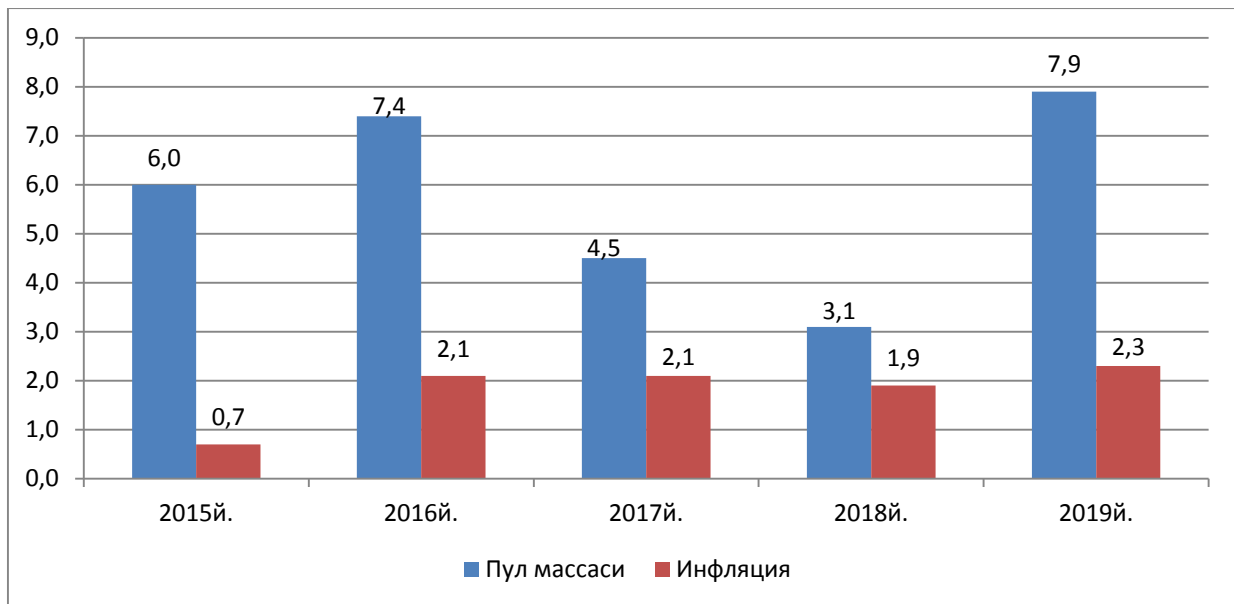
**АҚШда ЯИМнинг йиллик ўсиш суръати, инфляциянинг йиллик даражаси ва Федерал захира тизимининг дисконт ставкаси, фоизда<sup>10</sup>**

Кўрсаткичлар	Йиллар				
	2015	2016	2017	2018	2019
ЯИМнинг ўсиш суръати	2,6	1,6	2,3	2,9	2,3
Инфляция даражаси	0,7	2,1	2,1	1,9	2,3
ФЗТнинг дисконт ставкаси	0,5	0,75	1,5	2,5	1,75

Жадвалда келтирилган маълумотлардан кўринадики, 2015-2019 йилларда АҚШда инфляциянинг йиллик даражаси мўътадил бўлган, яъни инфляциянинг йиллик даражаси 3 фоиздан ошмаган. Бу эса, пул таклифини тартибга солиш амалиётини такомиллаштириш нуқтаи-назаридан ижобий ҳолат ҳисобланади. Бироқ, 2019 йилда инфляциянинг йиллик даражаси 2015 йилга нисбатан сезиларли даражада ошган.

Шунингдек, ФЗТнинг дисконт ставкаси 2015-2018 йилларда ўсиш тенденциясига эга бўлган. Бу эса, мазкур даврда инфляция даражасининг ошишига йўл қўймасликнинг зарурлиги билан изоҳланади. 2019 йилда ФЗТнинг дисконт ставкаси 2018 йилга нисбатан сезиларли даражада пасайтирилган. Бу эса, 2019 йилда ЯИМнинг ўсиш суръатини 2018 йилда секинлашганлиги билан изоҳланади.

<sup>10</sup> Муаллиф томонидан <https://www.federalreserve.gov> сайти (АҚШ Федерал захира тизими) маълумотлари асосида тузилган.



**1-расм. АҚШда пул массасининг (M2) йиллик ўсиш суръати ва инфляциянинг йиллик даражаси, фоизда<sup>11</sup>**

Расм маълумотларидан АҚШда 2016-2018 йилларда АҚШда пул массасининг ўсиш суръати пасайиш тенденцияси кузатилган. Бу эса, пуллар таклифини тартибга солиш амалиётини такомиллаштириш нуқтаи-назаридан ижобий ҳолат ҳисобланади. Аммо, 2019 йилда пул массасининг ўсиш суръати 2018 йилга нисбатан сезиларли даражада ошган. Бу эса, пуллар таклифини тартибга солиш амалиётини такомиллаштириш нуқтаи-назаридан салбий ҳолат ҳисобланади. АҚШда пул массасининг йиллик ўсиш суръати 2017 йилда 2016 йилга нисбатан сезиларли даражада пасайган. Аммо, мазкур даврда инфляция даражаси ўзгармасдан қолган. Бу эса, ушбу даврда пул массасининг ўсиш суръатини инфляцион мазмунга эга бўлмаганлигидан далолат беради.

**2-жадвал**

**Россияда ЯИМнинг йиллик ўсиш суръати, инфляциянинг йиллик даражаси ва Марказий банкнинг таянч ставкаси, фоизда<sup>12</sup>**

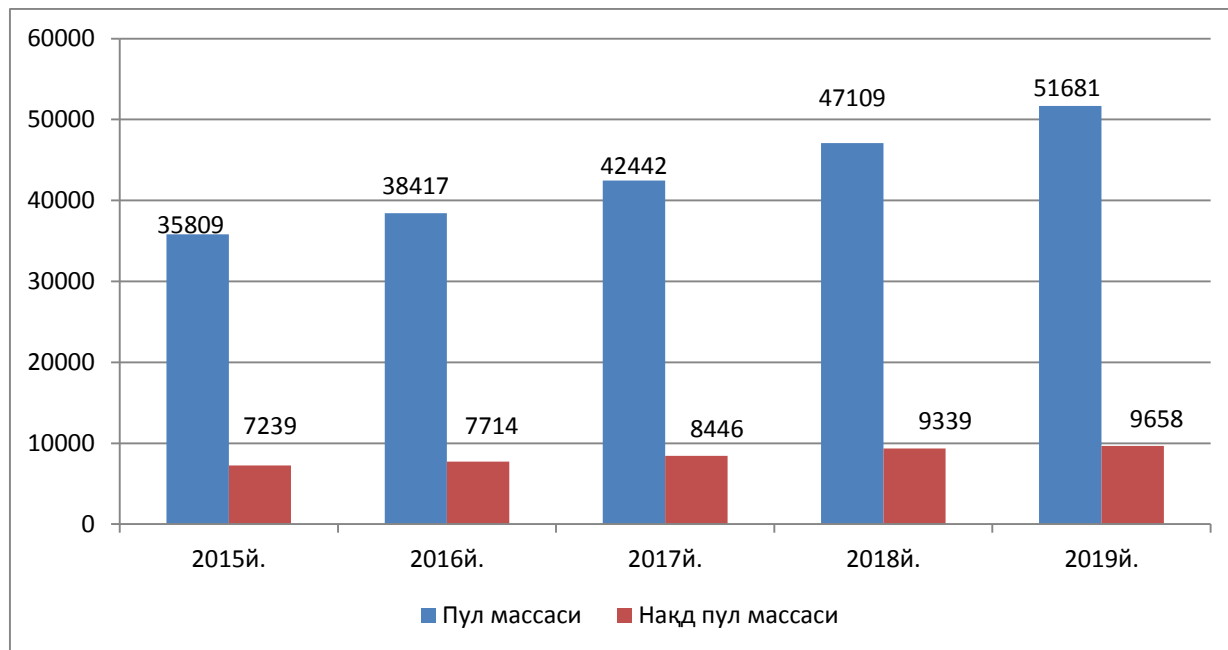
Кўрсаткичлар	Йиллар				
	2015	2016	2017	2018	2019
ЯИМнинг ўсиш суръати	- 2,0	0,3	1,8	2,5	1,3
Инфляция даражаси	12,9	5,4	2,5	4,3	3,0
Марказий банкнинг таянч ставкаси	11,0	10,0	8,25	7,75	6,25

Жадвалда келтирилган маълумотлардан кўринадики, Россияда 2015 йилда ЯИМ ҳажми қисқарган. Аммо, 2016-2018 йилларда ЯИМнинг йиллик суръатининг ўсиш тенденцияси кузатилган. Россияда 2015-2018 йилларда инфляция даражасининг пасайиш тенденцияси кузатилган. Бу эса, Россия Марказий банкига таянч ставкаси пасайтириш имконини берган.

<sup>11</sup> Муаллиф томонидан <https://www.federalreserve.gov> сайти (АҚШ Федерал захира тизими) маълумотлари асосида тузилган.

<sup>12</sup> Муаллиф томонидан [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru) сайти (Россия Марказий банки) маълумотлари асосида тузилган.

Шунингдек, Россияда инфляция даражаси 2019 йилда 2018 йилга нисбатан 1,3 фоизли пунктга пасайгани ҳолда, Марказий банкнинг таянч ставкаси 1,5 фоизли пунктга пасайтирилган. 2019 йилда Россия Марказий банки монетар сиёсатининг стратегик мақсади қилиб, баҳолар барқарорлигини таъминлаш белгиланган эди. Шу сабабли, инфляцион таргетлаш доирасида инфляциянинг йиллик даражасини 4 фоиздан ошишига йўл қўймаслик вазифаси қўйилган эди. Россияда инфляция даражаси 2019 йилнинг биринчи чорагида 5,3 фоизгача кўтарилди ва кейинчалик пасайиб, йил охирида 3,0 фоизни ташкил этди.



**2-расм. Россия Федерациясида пул массаси (M2) ва нақд пул массаси миқдорларининг ўзгариши, млрд. рубль<sup>13</sup>**

Россия Марказий банкнинг расмий маълумотида кўра, инфляция прогнози пасайтириб борилганлиги сабабли (2019 йил июн учун – 4,7-5,2%; октябрь учун – 3,2-3,7%; декабрь учун – 2,9-3,2%), таянч ставкаси 2019 йил июнь-декабрь ойларида 1,5 фоизли пунктга пасайтирди ва унинг йиллик даражасини 6,25% қилиб белгилади<sup>14</sup>. Юқоридаги расмда келтирилган маълумотлардан кўринадикки, 2015-2019 йилларда Россияда пул массаси миқдорининг ошиш тенденцияси кузатилган. Мазкур ошиш фақат 2015 йилда инфляцион мазмунга эга бўлган. Чунки, 2015 йилда Россияда инфляция даражаси нисбатан юқори (12,9%) бўлган. 2016-2019 йилларда Россияда нақд пул массасининг ўсиш тенденцияси кузатилган. Бу эса, нақд пулсиз ҳисоб-китоблар тизимини ривожланиш даражасининг паст эканлигидан далолат беради ва пуллар таклифини тартибга солиш амалиётини такомиллаштириш нуқтаи-назаридан салбий ҳолат ҳисобланади. Бунинг сабаби шундаки, пластик карталар ва пуллик чеклар муомаласини ривожлантириш нақд пулларга бўлган талабни қисқартириш имконини беради.

<sup>13</sup> Муаллиф томонидан [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru) сайти (Россия Марказий банки) маълумотлари асосида тузилган.

<sup>14</sup> Годовой отчет Банка России за 2019 год (С. 93). [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru).

Диссертациянинг «Ўзбекистон Республикасида пул таклифини тартибга солиш амалиётининг замонавий ҳолати» деб номланган иккинчи бобида пуллар таклифини тартибга солиш амалиётига баҳо берилган ва мавжуд тенденциялар аниқланган.

Ўзбекистон Республикасининг янги таҳрирдаги «Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида»ги қонунини пуллар таклифини тартибга солишнинг бирламчи меъёрий-ҳуқуқий асос ҳисобланади. Чунки, ушбу Қонун Марказий банк фаолиятини тартибга солади, пуллар таклифини эса, Марказий банк тартибга солади.

**3-жадвал**

**Ўзбекистон Республикасида М0 ва М2 пул агрегатлари<sup>15</sup>**

Пул агрегатлари	2015 й.	2016 й.	2017 й.	2018й.	2019 й.
М0, млрд. сўм	10655	13209	19449	22164	24246
М2, млрд. сўм	42291	52226	73223	83734	91266
М0 нинг М2 таркибидаги салмоғи, %	25,2	25,3	26,6	26,5	26,6

Жадвал маълумотларидан кўринадикки, 2015-2019 йилларда Ўзбекистонда М0 ва М2 пул агрегатлари миқдорининг ўсиш тенденцияси кузатилган. Айниқса, 2017 йилда М0 ва М2 пул агрегатлари миқдорининг 2016 йилга нисбатан ўсиш сураъти юқори бўлган. Бу эса, 2017 йил 5 сентябр-да, валюта сиёсатини либераллаштириш муносабати билан, миллий валютанинг АҚШ долларига нисбатан кескин қадрсизланиши натижасида хорижий валютадаги депозитларнинг сўмдаги қийматини ошиб кетганлиги билан изоҳланади. 2017 йилнинг 1 январь ҳолатига кўра, хорижий валютадаги депозитларнинг сўмдаги қиймати 8758 млрд. сўмни ташкил этган бўлса, ушбу қиймат 2018 йилнинг 1 январь ҳолатига келиб, 25699 млрд. сўмни ташкил этди.

Шу билан бирга таҳлил қилинган давр мобайнида нақд пулларнинг М2 пул агрегати таркибидаги салмоғи нисбатан юқори бўлган. Бу эса, нақд пулсиз ҳисоб-китобларни такомиллаштиришда муаммоларнинг мавжудлиги-дан далолат беради. Муомаладаги нақд пуллар миқдорининг юқори суръатларда ўсиши биринчи даражали тўловларни ўз вақтида амалга оширилишини таъминлаш мақсадида нақд пулга бўлган талабнинг ошиши ҳамда мазкур даврда ички валюта бозорида мавжуд бўлган муаммолар сабабли банк кассаларига пул тушумининг мутаносиб равишда ошмаганлиги ҳисобига рўй берди.

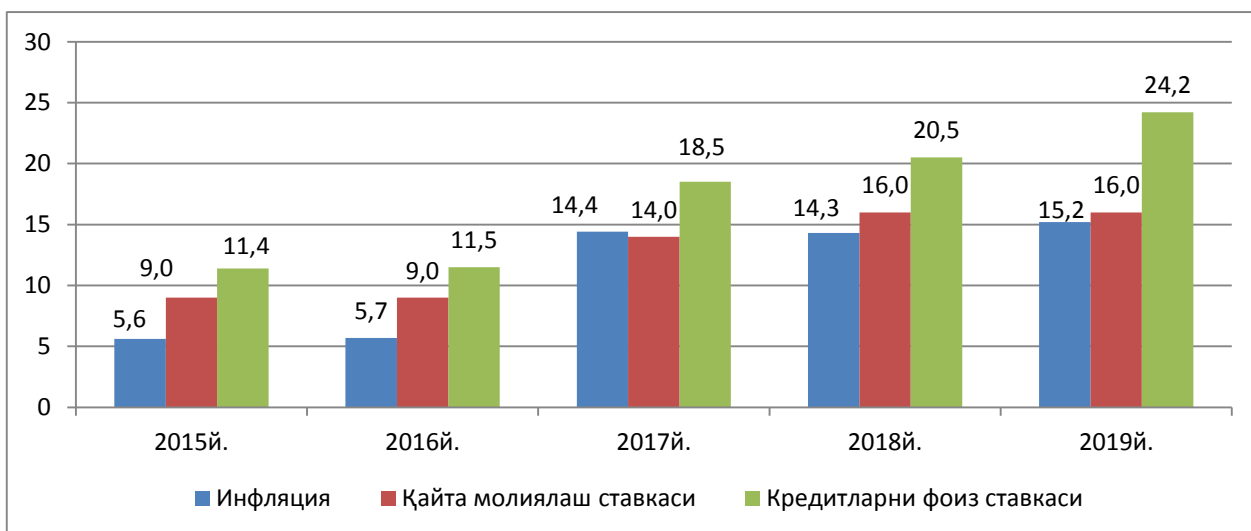
Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг расмий статистик маълумотларига кўра:<sup>16</sup> 2019 йил давомида банклар кассаларига келиб тушган нақд пуллар ҳажми 2018 йилга нисбатан 71,6 фоизга ортиб, 142,6 трлн. сўмни ташкил қилди; 2019 йилда тижорат банклари кассаларига товарлар сотишдан тушган нақд пуллар ҳажми 63,0 фоизга, пуллик хизмат кўрсатиш соҳасидан

<sup>15</sup> Муаллиф томонидан [www.cbu.uz](http://www.cbu.uz). (Статистика. Пул агрегатлари) сайти маълумотлари асосида тузилган.

<sup>16</sup> Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг 2019 йилдаги фаолияти тўғрисидаги ҳисобот. [www.cbu.uz](http://www.cbu.uz) (Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки).

тушумлар 36,8 фоизга, аҳоли томонидан банк омонатларига кўйилган нақд пуллар ҳажми 33,6 фоизга, банк хизматлари (кредит, нақд валюта сотиш ва конверсия операциялари) бўйича тушумлар 3,5 баробарга, солиқлар ва бошқа соҳалардан тушумлар 82,6 фоизга кўпайди; банк кассаларига тушган жами нақд пул тушумларининг манбалар бўйича таркибида чакана савдо тушуми улуши 42,6 фоизни, пуллик хизмат кўрсатиш соҳасидан тушум – 10,5 фоизни, аҳоли томонидан банк омонатларига кўйилган нақд пуллар – 9,3 фоизни, банк хизматлари бўйича тушум – 11,8 фоизни, солиқлар ва бошқа соҳалардан тушумлар – 25,8 фоизни ташкил этди; 2019 йил давомида банк кассаларига нақд пул тушумини топшириш ҳажмининг ошиши билан бир қаторда, нақд пулдаги чиқимлар ҳажми ҳам 2018 йилга нисбатан 68,4 фоизга ошиб, 144,5 трлн. сўмни ташкил этди. 2018 йилда нақд пулга талаб асосан пенсия, нафақа (22,7 фоиз) ва иш ҳақи (24,4 фоиз) тўловлари ҳисобига шаклланган бўлса, ҳисобот йилида нақд пул чиқими таркибида банк карталаридан нақд пул ечиш ва аҳолидан чет эл валютасини сотиб олиш операциялари салмоқли улушга эга бўлди.

Қуйидаги расмда келтирилган маълумотлардан кўринадики, 2017-2019 йилларда республикада инфляция даражаси юқори бўлган. Айниқса, 2017 йилда инфляциянинг йиллик даражаси 2017 йилга нисбатан кескин ошган. Бу эса, Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасини 2018 йилда бирдан 5 фоизли пунктга оширишга мажбур қилган. Шунингдек, 2017-2019 йилларда инфляция даражасининг юқори бўлганлиги Ўзбекистон Республикаси Марказий банкига қайта молиялаш ставкасини пасайтириш имконини бермаган. Ўз навбатида, Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасини таҳлил қилинган давр мобайнида юқори бўлганлиги тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкасини юқори бўлишига олиб келган.



**3-расм. Ўзбекистон Республикасида инфляция, қайта молиялаш ставкаси ва тижорат банкларининг миллий валютадаги кредитларининг ўртача йиллик фоиз ставкаси, фоизда <sup>17</sup>**

<sup>17</sup> Муаллиф томонидан [www.cbu.uz](http://www.cbu.uz). (Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки) сайти маълумотлари асосида тузилган.



2018 йилнинг 25 сентябридан Марказий банк қайта молиялаш ставкани йиллик 14 фоиздан 16 фоизгача оширди. Ўз навбатида, республикада инфляция даражасининг юқори эканлиги Марказий банкка қайта молиялаш ставкасини пасайтириш имконини бермаётганлиги натижасида тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкалари ҳам юқориликгича қолмоқда.

Шуни таъкидлаш жоизки, республикада пуллар таклифини шакллантирувчи асосий омиллардан бири бўлиб, тижорат банкларининг кредит қуйилмалари ҳисобланади.

#### 4-жадвал

### Ўзбекистон Республикаси тижорат банклари кредит қуйилмаларининг миқдори ва даражаси<sup>18</sup>

Кўрсаткичлар	Йиллар					2019 йилда 2015 йилга нисбатан ўзгариши
	2015	2016	2017	2018	2019	
Кредитлар, трлн. сўм	42,7	53,4	108,5	164,7	207,6	4,8 марта
Кредитларнинг ЯИМга нисбатан даражаси, %	20,3	22,0	35,8	40,5	40,6	20,3 ф.п.

Жадвалда келтирилган маълумотлардан кўринадики, Ўзбекистон Республикаси тижорат банкларининг кредит қуйилмалари миқдори 2015-2019 йилларда ўсиш тенденциясига эга бўлган. Бунинг устига, банклар кредит қуйилмаларининг миқдори 2019 йилда 2015 йилга нисбатан юқори суръатда ўсган (4,8 марта).

Республика тижорат банклари кредит қуйилмаларининг ЯИМга нисбатан даражаси 2015-2019 йилларда ўсиш тенденциясига эга бўлган. Бунинг устига, банклар кредит қуйилмаларининг ЯИМга нисбатан даражаси 2019 йилда 2015 йилга нисбатан юқори даражада ошган (20,3 ф.п.).

Юқорида қайд этилган ҳолатлар тижорат банклари кредит қуйилмаларини пул таклифини шакллантирувчи асосий омиллардан бирига айланганлигидан далолат беради.

2006-2017 йиллар давомида қуйидаги ўзгарувчилар асосида яъни пул массасининг йиллик ўсиш суръати (фоизда), тижорат банклари кредитлари (млрд. сўм), инфляциянинг йиллик даражаси (фоизда), миллий валютанинг йиллик қадрсизланиш суръати (фоизда) танлаб олиниб, корреляцион ва регрессион таҳлиллар энг катта квадратлар усулида амалга оширилди. Унга кўра, жараённи ўзида ифодаловчи модель қуйидаги кўринишда ифодаланади:

$$\ln Y_{\text{ТБК}} = -2.381196 + 0,65 * X_{\text{ин}} + 1,15 * X_{\text{МВҚ}} + 0,19 * X_{\text{ПМ}} \quad (1)$$

Бу ерда:  $Y_{\text{ТБК}}$  - тижорат банклари кредитлари, млрд.сўм;  $X_{\text{ин}}$  - инфляциянинг йиллик даражаси, фоизда;  $X_{\text{МВҚ}}$  - миллий валютанинг йиллик қадрсизланиш суръати, фоизда;  $X_{\text{ПМ}}$  - пул массасининг йиллик ўсиш суръати, фоизда;

<sup>18</sup> Муаллиф томонидан [www.cbu.uz](http://www.cbu.uz). (Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки) сайти маълумотлари асосида тузилган.

**Ўзбекистондаги монетар индикаторлар оосида шаклланган регрессион ва корреляцион моделнинг мезонлар текшируви натижаси<sup>19</sup>**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$X_{ин}$	0.651960	0.132540	4.918967	0.0012
$X_{МВҚ}$	1.150362	0.582552	1.974693	0.0837
$X_{ПМ}$	0.199943	0.191162	1.045937	0.3262
C	-2.381196	1.106169	-2.152651	0.0635
Қолдиқлар квадрати	0.829503	Эрксиз ўзг. ўрт. арифм.		2.332529
Ўзгарган қолдиқлар квадрати	0.765567	Эрксиз ўзг. станд. оғиши		0.899517
Регр. станд. хатолиги	0.435531	Акаике мезони		1.436700
Қолд. квадр. йиғиндиси	1.517498	Шварц мезони		1.598336
Логариф. ҳақ. яқинлик	-4.620201	Ханнан-Квин мезони		1.376857
F-статистика	12.97389	Дарбин-Уотсон мезони		2.564247
Эхтимоллик (F-стат.)	0.001932			

Жадвал маълумотларидан кўринадики, энг кичик квадратлар усулида таҳлил қилинаётган регрессион ва корреляцион таҳлилда қолдиқлар квадрати 0,82 бандни ташкил қилган. Бу шуни англатадики, биз танлаган маълумотлар қолдиқлари битта тўғри чизик жойлашганлигини кўрсатади.

Энг кичик квадрат усулида таҳлил қилинган регрессион ва корреляцион эконометрик таҳлилда эрксиз ўзгарувчига тижорат банклари кредитлари эркли ўзгарувчи ҳисобланган инфляциянинг йиллик даражаси таъсири аниқланди. Қолган эркли ўзгарувчилар миллий валютанинг йиллик қадрсизланиш суръати ва пул массасининг йиллик ўсиш суръати таъсири аниқланмади. Диагностика тест шуни кўрсатадики, хетрокодастик ва авторегрессия муаммолари мавжуд эмас. Бироқ, қолдиқлар диагностикаси шуни кўрсатадики, нормал тақсимот мавжуд эмас. Ушбу эконометрик таҳлилдан хулоса қилиб айтганда, инфляциянинг йиллик даражасининг 1 фоизга ўсиши мамлакатимизда тижорат банклари кредитлари миқдорини 0,65 фоизга ўсишига олиб келади.

Марказий банк пул-кредит сиёсати мамлакатда инфляция даражасининг издан чиқиб кетмаслиги ҳамда иқтисодий ўсиш учун қулай шароит яратишдан иборатдир. Марказий банк ушбу мақсадларга пул таклифини оқилона олиб бориш орқали эришади. Ривожланган давлатлар марказий банкларидан фарқли равишда ривожланаётган давлатлар, шу жумладан Ўзбекистон Марказий банки бу мақсадларга эришишда маълум бир қийинчиликларга дуч келади. Хусусан, мамлакатда қимматли қоғозлар бозорининг ривожланмаганлиги, бозор фоиз ставкалари шаклланишининг марказий банк фоизига боғлиқлик даражасининг пастлиги, аҳоли истемолининг банк кредитлари билан камраб олиниш даражасининг пастлиги ва бошқа шу каби омиллар таъсирида Марказий банк пул таклифидаги ўзгаришларнинг кўзланган мақсадларга эришиши қийин кечади.

<sup>19</sup> Муаллиф томонидан STATA статистик таҳлил дастури ёрдамида ишлаб чиқилган.

Биз мазкур тадқиқот ишимизда Марказий банк пул таклифининг инфляцияга таъсир этиш юзасидан VAR модели ёрдамида эмпирик таҳлиллар олиб боришни, ҳамда 2016M1:2020M6 даврдаги Марказий банк реал ойлик қайта молиялаш фоиз ставкаси ( $INR_t$ ), реал ойлик пул массаси ( $M2_t$ ), пул бозоридаги реал ойлик фоиз ставка ( $MMR_t$ ) ҳамда ойлик инфляция даражаси ( $CPI_t$ ) ўртасида ўзаро боғлиқликни ифодаловчи моделни яратишни мақсад қилдик.

Танланган тўртта кўрсаткич асосида Augmented Dickey-Fuller Test ўтказилди ҳамда Augmented Dickey-Fuller Test модели қуйидаги кўринишда келтирилди:

$$\Delta R\_M2_t = \alpha_3 + \beta_3 t + \gamma_3 R\_M2_{t-1} + \omega_1 \Delta R\_M2_{t-1} + \dots + \omega_{p-1} \Delta R\_M2_{t-(p-1)} + \theta_t$$

$$\Delta INR_t = \alpha_4 + \beta_4 t + \gamma_4 INR_{t-1} + \mu_1 \Delta INR_{t-1} + \dots + \mu_{p-1} \Delta INR_{t-(p-1)} + \sigma_t$$

$$\Delta RMMR_t = \alpha_1 + \beta_1 t + \gamma_1 RMMR_{t-1} + \delta_1 \Delta RMMR_{t-1} + \dots + \delta_{p-1} \Delta RMMR_{t-(p-1)} + \varepsilon_t$$

$$\Delta CPI_t = \alpha_2 + \beta_2 t + \gamma_2 CPI_{t-1} + \varphi_1 \Delta CPI_{t-1} + \dots + \varphi_{p-1} \Delta CPI_{t-(p-1)} + \tau_t$$

Бу ерда,  $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$  лар ўзгармас қиймат,  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$  лар вақт тренди натижасида ўзгариш коэффициентларидир.

Ушбу кўрсаткичлар стационар ёки ностационар эканлиги юзасидан хулоса қилишимиз учун уларни Augmented Dickey-Fuller Test модели орқали бирлик издизга текширдик.

**6-жадвал**

**Augmented Dickey-Fuller Test натижаси<sup>20</sup>**

№	Кўрсаткичлар	t-статистикаси	П – қиймати	Хулоса
1.	LN_RM2	-6.907594	0.0000	I(0)
2.	LN_RINR	-4.126122	0.0020	I(0)
3.	LN_RMMR	-4.120859	0.0020	I(0)
4.	LN_CPI	-4.079226	0.0023	I(0)

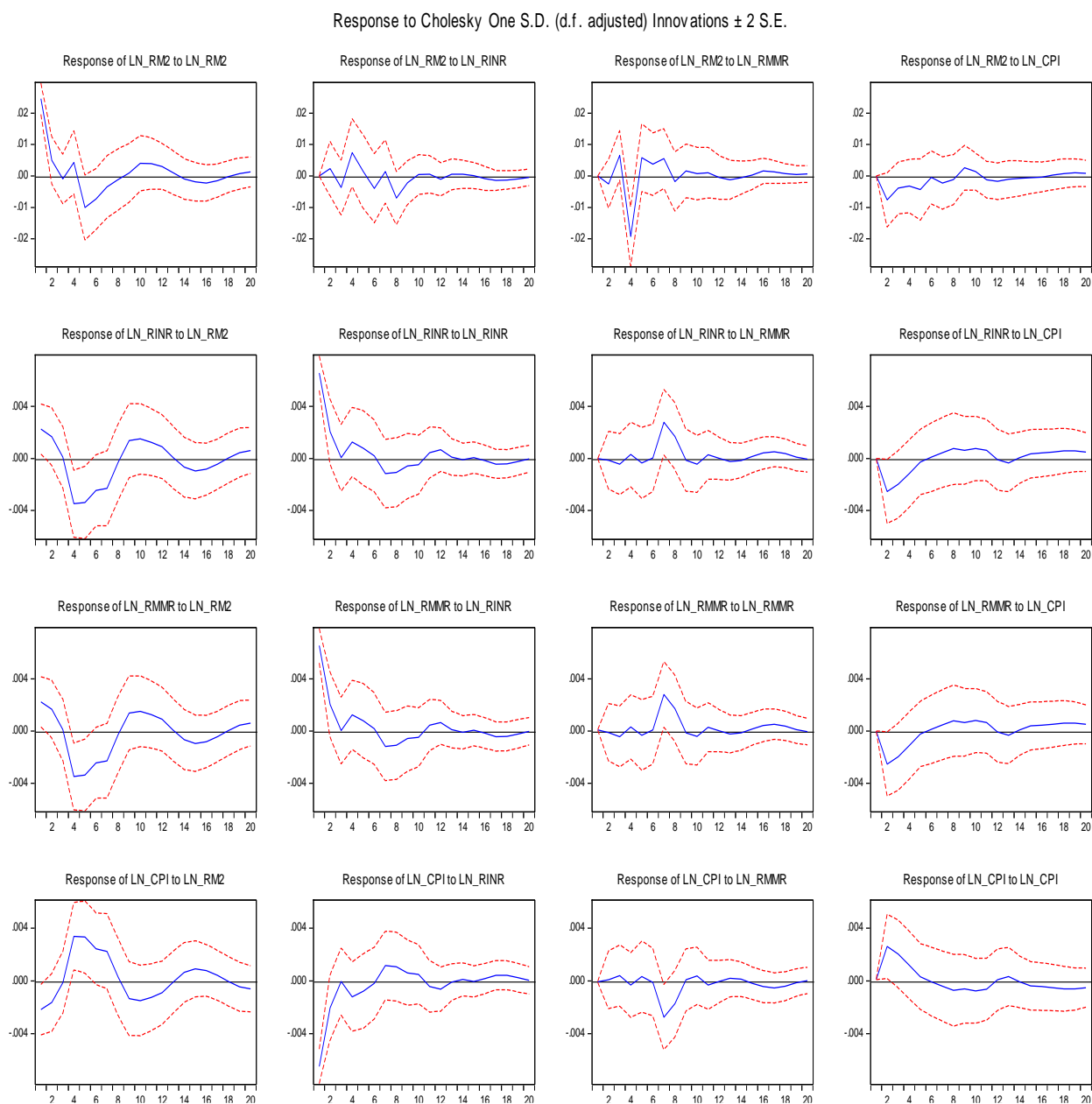
Жадвал маълумотларидан кўришиб турибдики, танланган кўрсаткичларнинг барчаси стационар ҳолатида, яъни улар ностационар ҳолатида эмас. Модел учун танланган кўрсаткичларнинг барчаси стационар бўлганлиги сабабли, ушбу кўрсаткичлар асосида VAR модели қўлланилади. Юқоридаги таҳлиллардан фойдаланган ҳолда, танланган кўрсаткичлар ўртасида ўзаро боғлиқликни ифодаловчи,

$$CPI_t = \alpha_2 + p_2 e_2 + \sum_{i=1}^4 \beta_i \Delta R M2_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \delta_i CPI_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \gamma_i \Delta R INR_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \omega_i RMMR_{t-i}$$

$$\Delta RMMR_t = \alpha_3 + p_3 e_3 + \sum_{i=1}^4 \beta_i \Delta R M2_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \delta_i CPI_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \gamma_i \Delta RMMR_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \omega_i INR_{t-i}$$

<sup>20</sup> Муаллиф томонидан STATA статистик таҳлил дастури ёрдамида ишлаб чиқилган.

модел шаклантирдик ҳамда макроиктисодий кўрсаткичларнинг ўзаро таъсир импульсини келтирамиз. Импульс реакцияси натижасида куйидаги хулосаларга келдик. Яъни: Марказий банк таклиф қилаётган пул массасининг ойлик инфляция ўзгаришига таъсири мантикий боғлиқликка эга бўлиб, улар ўртасидаги «лаг» 3-4 ойга тенг бўлмоқда. Хусусан, ойлик реал пул массасининг 1 фоизга ошиши ойлик инфляция даражасига 4 ойдан сўнг таъсир кўрсатиб, 0,4 фоизга оширмоқда.



**4-расм. Марказий банк пул таклифининг иқтисодий кўрсаткичларга таъсирининг импульс реакцияси<sup>21</sup>**

Пул массасининг пул бозоридаги фоизларнинг шаклланишига таъсири кўрсатилган бўлиб, бунда ойлик реал пул массасининг 1 фоизга ошиши пул бозоридаги ойлик реал фоиз ставкани 4 ойдан сўнг -0,3 фоизга пасайтирмоқда. Шунини таъкидлаш лозимки, иқтисодий адабиётларда бу кўрсаткичлар

<sup>21</sup> Муаллиф томонидан STATA статистик таҳлил дастури ёрдамида ишлаб чиқилган.

ўртасидаги боғлиқлик жуда қисқа муддатда таъсир қилиши таъкидланган бўлсада, пул массасидаги ўзгариш ривожланган давлатлардан фаркли равишда бизнинг пул бозоримизга секинлик билан таъсир қилмоқда.

Марказий банк қайта молиялаш фоиз ставкасининг инфляция даражасига таъсири кўрсатилган бўлиб, бунда улар ўртасида боғлиқлик суст кечмоқда. Жумладан, фоиз ставканинг ошиши ойлик инфляцияни ҳам оширмоқда аммо умумий таъсири салбий бўлиб қолмоқда. Бу билан айтишимиз мумкинки, Марказий банк фоиз ставка орқали инфляцияга таъсир қилиши етарли даражада ривожланмаган. Демак, Ўзбекистон Марказий банки мамлакатдаги инфляция даражасини жиловлаб туриши, шунингдек, яқин келажакда инфляцион таргетлашга ўтишида пул таклифини фойдаланиш катта аҳамият касб этмоқда.

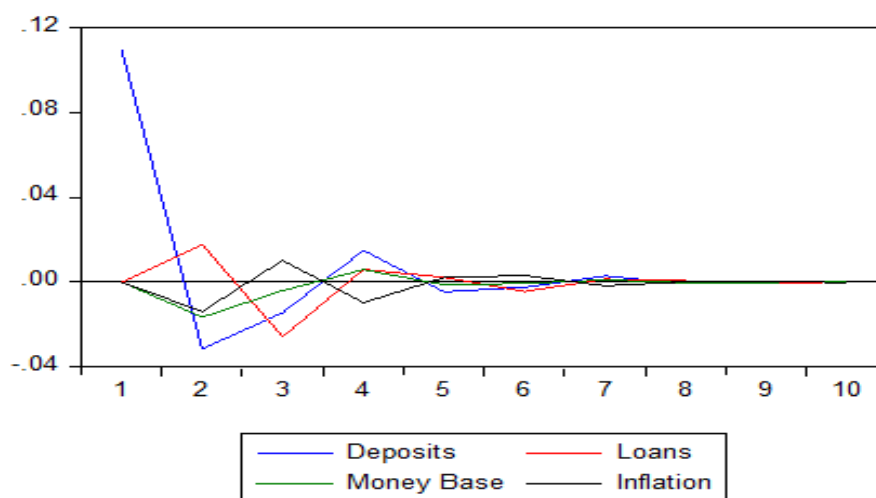
Ликвидлилик эффектининг АТБ Туронбанк пассив ва актив операциялари орқали иқтисодиётга ёйилишини таҳлил қилиш юзасидан SVAR модели ёрдамида эмпирик таҳлиллар олиб бориб, 2017M1:2020M9 давр оралиғидаги АТБ Туронбанк депозитлари ҳажмининг реал ойлик ўсиши ( $Deposit_t$ ) ҳамда ушбу банк кредитларининг реал ойлик ўсишига ( $Credit_t$ ) таъсир этувчи эгзоген ўзгарувчилар, яъни ойлик инфляция даражаси ( $CPI_t$ ) ҳамда пул таклифининг ойлик реал ўсиши ( $MoneyBase_t$ ) ўртасида ўзаро боғлиқликни ифодаловчи,

$$\Delta Deposit_t = \alpha_1 + p_1 e_1 + \sum_{i=1}^4 \beta_i \Delta Deposit_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \delta_i CPI_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \gamma_i \Delta MoneyBase_{t-i}$$

$$\Delta Credit_t = \alpha_2 + p_2 e_2 + \sum_{i=1}^4 \beta_i \Delta Credit_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \delta_i \Delta Deposit_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \gamma_i CPI_{t-i}$$

$$+ \sum_{i=1}^4 \omega_i \Delta MoneyBase_{t-i}$$

модел шакллантирдик ҳамда АТБ Туронбанк пассив ва актив операцияларига эгзоген кўрсаткичларининг таъсир импульсини келтирдик.



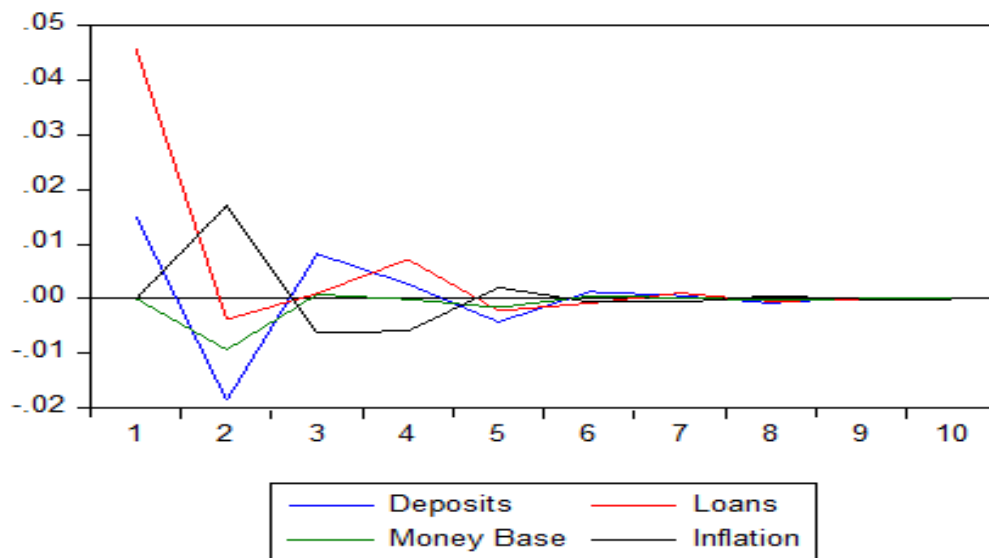
**5-расм. АТБ Туронбанк депозитлари ҳажмининг эгзоген кўрсаткичларига нисбатан импульс реакцияси.<sup>22</sup>**

<sup>22</sup> Муаллиф томонидан STATA статистик таҳлил дастури ёрдамида ишлаб чиқилган.

Расм маълумотларида АТБ Туронбанк депозитлари ҳажмининг турли кўрсаткич-ларга импульс реакцияси келтирилган. Унга биноан банк депозитларининг охирги 2 ойда ошиши кейинги ойларда пасайишига сабаб бўлмоқда. Аммо бунинг статистик аҳамияти пастдир. Шунингдек, пул базасининг ошиши ушбу банк депозитларини оширмаган, аксинча депозитларининг камайишига сабаб бўлмоқда. Яъни пул базасининг 1 фоизга ошиши биринчи 2 ойда банк депозитлари ҳажмини 2 фоизга камайтирмоқда. Ушбу сальбий тенденция 4 ой давомида сақланмоқда. Шу жумладан, 4 ойдан кейингина пул базасининг ошиши банк депозитларини сезиларсиз бўлсада ошишига олиб келмоқда.

Мамлакатда юз бераётган инфляция кўрсаткичининг АТБ Туронбанк депозитларига таъсирини кўрадиган бўлсак, бунда истеъмол нархлари индексига нисбатан банк депозитларининг импульс реакцияси сальбий бўлмоқда. Яъни инфляциянинг 1 фоизга ошиши кейинги ойда банк депозитлари ҳажмини 1,8 фоизга пасайтирмоқда. Аммо 2 ой олдин кузатилган инфляциянинг банк депозитларига таъсири ижобий бўлмоқда.

Кўрстакичларнинг ўзаро таъсири юзасидан интерпритациясига тўхталишда, дастлаб эгзоген ўзгарувчиларга нисбатан банк кредитлари ҳажмининг импульс реакцияси кўриб ўтмоқчимиз. Ўзбекистон иқтисодиётидаги инфляция даражасининг АТБ Туронбанк кредитлари ҳажмига таъсирини ўрганиш натижасида шу маълум бўлдики, бунда инфляциянинг ошиши банк кредитлари ҳажмига ижобий таъсир қилмоқда. Яъни инфляциянинг 1 фоизга ошиши АТБ Туронбанк кредитларининг реал ҳажмини 2,22 фоизга оширмоқда. Аммо бунинг ликвидлилик эффектига сальбий таъсири шундаки, банк депозитлари орқали эмас балки инфляция таъсирида кредитлари ҳажмини оширмоқда.



**6-расм. АТБ Туронбанк кредитлари ҳажмининг эндоген ва эгзоген кўрсаткичларига нисбатан импульс реакцияси.<sup>23</sup>**

<sup>23</sup> Муаллиф томонидан STATA статистик таҳлил дастури ёрдамида ишлаб чиқилган.

Пул базаси ошишининг банк кредитлари ҳажмига таъсири эса умуман сезиларсизқолмоқда. Яъни пул базаси-нинг реал ойлик 1 фоизга ошиши банк кредитларининг реал ҳажмини -0,02 фоизга камайтирмоқда.

АТБ Туронбанк кредитлари ҳажмига таъсир этувчи эндоген омил сифатида унинг депозитлари ҳажмини олганмиз. Чунки ликвидлилик эффекти шу йўл билан бутун иқтисодиётга ёйилиши керак.

АТБ Туронбанк депозитларининг ойлик реал 1 фоизга ошиши ушбу банк кредитларининг ойлик реал ҳажмини -0,19 фоизга пасайтирмоқда. Ушбу ҳолат мантикий тўғри шаклланмаган ҳисобланади биринчи кўринишда. Аммо банк балансига назар ташласак, 2018 йилдан бошлаб кредитлари учун ресурс сифатида бошқа банклардан ёки молия ташкилотлардан олган кредитлари хизмат қилмоқда.

Хулоса сифатида айтишимиз мумкинки, пул таклифининг ошиши АТБ Туронбанк пасив операцияларига таъсири сезиларсиз бўлмоқда. Шунингдек, банк депозитларининг ошиши кредитлари ҳажмини оширишга сабаб бўлгани йўқ.

Бу билан айтишимиз мумкинки, АТБ Туробанк орқали пул таклифининг ўзгариши натижасида кузатилиши керак бўлган ликвидлилик эффекти амалда юз бермаяпти.

Диссертациянинг **«Пул таклифини тартибга солиш амалиётини такомиллаштириш йўллари»** деб номланган учинчи бобида республикада пул таклифини тартибга солиш амалиётини такомиллаштириш билан боғлиқ бўлган муаммолар аниқланган ва уларни ҳал қилишга қаратилган илмий таклифлар ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилган.

Республикада пуллар таклифни тартибга солиш амалиётини такомиллаштириш билан боғлиқ бўлган қуйидаги долзарб муаммолар аниқланди:

инфляция даражасининг ва миллий валюта девальвация суръатининг юқори эканлиги;

Ўзбекистон Республикаси ташқи савдо балансининг йирик миқдорда салбий сальдога эга эканлиги ҳам миллий валютанинг номинал алмашув курсига нисбатан кучли босимни юзага келтирмоқда (2017-2019 йилларда республиканинг ташқи савдо баланси катта миқдорда салбий сальдога эга бўлди);

пул массасининг ўсиш суръатининг юқори эканлиги (республикада 2015-2019 йилларда пул массасининг ўсиш суръати юқори бўлди, М2 пул агрегатининг ҳам, М0 пул агрегатининг ҳам ўсиш суръати юқори бўлди);

Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасининг ва тижорат банкларининг миллий валютадаги кредитлари фоиз ставкаларини юқори эканлиги;

Марказий банк валюта сиёсатининг пул таклифини тартибга солишдаги ролини ошириш билан боғлиқ бўлган муаммолар;

тижорат банклари депозит базасининг барқарор эмаслиги ва банкларда баланслашмаган ликвидлилик муаммосининг мавжудлиги;

пул массаси ўзгариши орқали пул бозоридаги фоиз ставкага таъсирининг кечикиш муаммоси мавжудлиги;

Марказий банк қайта молиялаш фоиз ставкасининг инфляцияни жиловлашдаги ролининг суствлиги;

Ўзбекистон Марказий банки очик бозор сиёсатининг ривожланмаганлиги ва бунинг таъсирида пул таклифининг самарали олиб борилмаётганлиги.

Ўзбекистон Республикасида пул таклифини тартибга солиш амалиётини такомиллаштиришга қаратилган қуйидаги илмий таклифлар ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилди:

1. Марказий банкнинг очик бозор сиёсати орқали пул таклифини тартибга солишни такомиллаштириш мақсадида ҳукумат қимматли қоғозлар бозорини шакллантириш ва унинг узлуксиз фаолият кўрсатишини таъминлаш зарур.

Бунинг учун, биринчидан, ҳукумат қимматли қоғозларининг инвестицион жозибадорлигини оширишга тўсқинлик қиладиган икки омилга, яъни миллий валютанинг юқори қадрсизланиш суръатига барҳам бериш ва инфляция даражасини пасайтириш керак; иккинчидан, ҳукуматнинг хазина мажбуриятлари ва қисқа муддатли облигацияларини эмиссия қилишни йўлга қўйиш орқали Марказий банкнинг РЕПО операциялари ҳажмини ошириш лозим.

2. Марказий банкнинг мажбурий захира сиёсатини пул таклифини тартибга солишдаги аҳамиятини ошириш мақсадида мажбурий захира ставкаларини, илғор хориж тажрибасига асосланган ҳолда, бир рақамли сон даражасида белгилаш ва банкларнинг узок муддатли депозитларини мажбурий захира ажратмаларидан озод қилиш зарур.

3. Миллий валютанинг девальвация суръатини Ўзбекистоннинг асосий ташқи савдо ҳамкорлари бўлган давлатларнинг (Россия, Хитой, Қозоғистон, Туркия) миллий валюталари девальвация суръатларига мутаносиблигини таъминлаш йўли билан Марказий банкнинг курс сиёсатини экспортни рағбатлантиришдаги ролини ошириш лозим.

4. Талаб қилиб олинадиган депозитларнинг тижорат банклари депозитларининг умумий ҳажмидаги салмоғини пасайтириш мақсадида:

биринчидан, талаб қилиб олинадиган депозитларнинг барқарор қолдиғини юқори ликвидли қимматли қоғозларга инвестиция қилиш лозим;

иккинчидан, соф фоизли спред даражасини ошириш йўли билан юридик ва жисмоний шахсларнинг муддатли депозитларига тўланадиган фоизлар даражасини ошириш керак;

учинчидан, муддатли депозитларнинг ўсиш суръатини талаб қилиб олинадиган депозитларнинг ўсиш суръатидан ортда қолишига йўл қўймаслик зарур;

тўртинчидан, соф фоизли маржа кўрсаткичининг меъёрий даражасини таъминлаш лозим.

5. пул таклифини ошириш натижасида юзага келадиган ликвидлилик эффектининг тижорат банклари орқали иқтисодиётга таъсирини баҳолаш ва



бошқариш самарадорлигини оширишда математик моделлаштиришдан фойдаланиш мақсадга мувофиқдир.

6. Тижорат банкларининг «Ностро» вакиллик ҳисобрақамлари орқали ўтадиган тўловларнинг узлуксизлигини таъминлаш учун баланслашмаган ликвидлилик муаммосини ҳал қилиш мақсадида қуйидаги тадбирларни амалга ошириш лозим:

илғор хориж тажрибасига таянган ҳолда, тижорат банклари активларининг камида 8,5-10,0 фоизгача қисмини юқори ликвидли қимматли қоғозларга қилинган инвестициялар кўринишида шакллантириш керак;

талаб қилиб олинadиган депозитларнинг фақат барқарор қолдиғидан актив операцияларни молиялаштириш манбаи сифатида фойдаланиш лозим;

кредитлар муддатини жалб қилинган ресурслар муддатидан катта бўлишига йўл қўймаслик зарур;

банкларнинг миллий валютадаги «Ностро» вакиллик ҳисобрақамидаги пул маблағларининг талаб қилиб олинadиган депозитларга нисбатан 10 фоиздан кам бўлмаган даражасини таъминлаш керак.

## ХУЛОСА

Ўзбекистон Республикасида пуллар таклифини тартибга солиш амалиётини такомиллаштириш бўйича олиб борилган тадқиқотлар натижасида қуйидаги хулосаларга келинди:

1. Иқтисодчи олимларнинг пул таклифини тартибга солиш хусусидаги илмий-назарий қарашларини тадқиқ қилиш натижалари кўрсатдики, Марказий банк пул таклифини тартибга солиш орқали инфляцияни жиловлаш мумкин, чунки инфляция кўп омилли жараён эмас;

2. Пул таклифи моделларини таҳлил қилиш натижасида ушбу моделларнинг амалий аҳамиятга эга бўлган қуйидаги талаблари аниқланди:

пулларни харид учун ишлатиш индивиднинг вақтини сезиларли даражада иқтисод қилинишига олиб келади, бу эса, инсоннинг оптимал ҳатти-ҳаракати, фойдалиқнинг индивидуал функциясини максималлаштириш асосида, иш вақти билан бўш вақти ўртасидаги танловни англайди;

иқтисодиётда баҳолар кескин ошганда пулнинг харид қобиляти сезиларли даражада пасаяди ва бундай шароитда реал даромад, реал фоиз ставка ва бошқа макроиқтисодий индикаторларнинг пулларга бўлган талабга таъсири сезиларсиз бўлиб қолади. Натижада, индивидларнинг пулга бўлган ҳоҳиши ва талаби инфляция суръатига мутаносиб равишда камайди.

Фоиз меъёрларининг пасайиши аҳолининг жорий даромадларининг камайишига олиб келади ва натижада нақд пулга бўлган талабнинг оширади.

Иқтисодиётда ишлаб чиқарилган реал ЯИМ ҳажмининг ўзгариши билан пулга бўлган талаб ўртасида тўғри пропорционал боғлиқлик мавжуд ҳисобланади.

3. Пуллар таклифини тартибга солиш амалиётини такомиллаштириш борасидаги хориж тажрибаси кўрсатдики:

АҚШ ФЗТнинг Федерал Очiq бозор кўмитаси дисконт ставкасини белгилашда бевосита ваколатли ҳисобланмасада, уни шакллантиришда ҳал қилувчи аҳамиятга эга, чунки, унинг хулоса ва таклифлари АҚШ ФЗБ Директорлар Кенгаши томонидан ўрганилиб, тегишли қарор қабул қилинади;

2015-2019 йилларда АҚШда инфляциянинг йиллик даражасини мўътадил бўлганлиги пул таклифини тартибга солиш амалиётини такомиллаштириш нуқтаи-назаридан ижобий ҳолат ҳисобланади;

ФЗТнинг дисконт ставкасини 2015-2018 йилларда ўсиш тенденциясига эга бўлганлиги мазкур даврда инфляция даражасининг ошишига йўл қўймасликнинг зарурлиги билан изоҳланади;

2015-2019 йилларда АҚШда пул массаси миқдорини ўсиш тенденциясига эга бўлганлиги инфляцион мазмун касб этмаган, чунки, мазкур даврда АҚШда инфляция даражасининг юқори суръатларда ўсиши кузатилмаган.

Россияда 2015-2018 йилларда инфляция даражасининг пасайиш тенденциясини кузатилганлиги мазкур даврда Россия Марказий банкига таянч ставкани пасайтириш имконини берган;

2016-2019 йилларда Россияда пул массаси миқдорининг ошиш тенденцияси кузатилганлиги инфляцион мазмунга эга бўлмаган. Аммо, мазкур даврда Россияда нақд пул массасининг ўсиш тенденциясини кузатилганлиги нақд пулсиз ҳисоб-китоблар тизимини ривожланиш даражасининг паст эканлигидан далолат беради ва пул таклифини тартибга солишни такомиллаштириш нуқтаи-назаридан салбий ҳолат ҳисобланади.

4. Республикамизда Марказий банкнинг пул таклифини тартибга солиш амалиётини таҳлил қилиш натижалари кўрсатдики:

2015-2019 йилларда Ўзбекистонда М0 ва М2 пул агрегатлари миқдорининг ўсиш тенденцияси кузатилгани ҳолда, мазкур даврда нақд пулларнинг М2 пул агрегати таркибидаги салмоғи нисбатан юқори бўлган.

2015-2019 йилларда республикамизда М0 пул агрегатининг ўсиш суръатини М2 пул агрегатининг ўсиш суръатидан юқори бўлганлиги нақд пулга бўлган талабнинг юқори эканлигидан далолат беради ва пул таклифини тартибга солиш амалиётини такомиллаштириш нуқтаи-назаридан салбий ҳолат ҳисобланади.

2017-2019 йилларда инфляция даражасининг юқори бўлганлиги Ўзбекистон Республикаси Марказий банкига қайта молиялаш ставкасини пасайтириш имконини бермади. Ўз навбатида, Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасини таҳлил қилинган давр мобайнида юқори бўлганлиги тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкасини юқори бўлишига олиб келган.

2003-2017 йилга қадар Марказий банк пул массаси ўсишини таргетлаш орқали инфляцияни жиловлаб туриш амалиёти ўзини оқлаганлиги ҳамда 2017-2020 йилларда пул массаси ўсишини таргетлашдан воз кечишининг натижаси ўлароқ инфляция даражасининг ошиб кетишига олиб келган.

5. Марказий банк пул таклифининг макроиктисодий кўрсаткичларга таъсирини эмпирик таҳлил қилиш натижасида:

Марказий банк фоиз пул таклифининг инфляция ва пул бозоридаги фоиз ставкага таъсири юзасидан VAR модели ёрдамида эмпирик таҳлиллар олиб бориб, 2016M1:2020M6 даврдаги Марказий банк реал қайта молиялаш фоиз ставкаси ( $INR_t$ ), реал пул массаси ( $M2_t$ ), пул бозоридаги фоиз ставка ( $MMR_t$ ) ҳамда инфляция даражаси ( $CPI_t$ ) ўртасида ўзаро боғлиқликни ифодаловчи модел шакллантирилди.

Унга биноан, Ўзбекистон Марказий банки пул таклифи ошишининг инфляцияга таъсири кучли эканлиги ҳамда ойлик реал пул массаси 1 фоизга ошиши ойлик инфляция даражасини 4 ойдан сўнг 0,4 фоизга ошириши кўрсатилди;

Ўзбекистонда ойлик пул массаси реал кўрсаткичининг 1 фоизга ошиши ойлик пул бозоридаги реал фоиз ставкани 4 ойдан сўнг -0,3 фоизга пасайтириши аниқланди;

Марказий банк қайта молиялаш фоизининг инфляция даражасига таъсири суст кечган. Жумладан, фоиз ставканинг ошиши ойлик инфляцияни ҳам оширмоқда аммо умумий таъсири салбий бўлиб қолмоқда.

6. Пул таклифини ошириш натижасида ликвидлилик эффектининг АТБ Туронбанк пассив ва актив операциялари орқали иқтисодиётга ёйилишини таҳлил қилиш юзасидан SVAR модели ёрдамида эконометрик таҳлиллар олиб бориб, 2017M1:2020M9 давр оралиғидаги АТБ Туронбанк депозитлари ҳажмининг реал ойлик ўсиши ( $Deposit_t$ ) ҳамда ушбу банк кредитларининг реал ойлик ўсишига ( $Credit_t$ ) таъсир этувчи эгзоген ўзгарувчилар, яъни ойлик инфляция даражаси ( $CPI_t$ ) ҳамда пул базасининг ойлик реал ўсиши ( $MoneyBase_t$ ) ўртасида ўзаро боғлиқликни ифодаловчи модел шакллантирилди.

Унга биноан, Марказий банк пул базасининг 1 фоизга ошиши биринчи 2 ойда банк депозитлари ҳажмини 2 фоизга камайтирмоқда. Ушбу салбий тенденция 4 ой сақланмоқда. Шу жумладан, 4 ойдан кейингина пул базасининг ошиши банк депозитларини сезиларсиз бўлсада ошишига олиб келмоқда;

Ойлик инфляциянинг 1 фоизга ошиши кейинги ойда банк депозитлари ҳажмини 1,8 фоизга пасайтирмоқда. Аммо 2 ой олдинги инфляциянинг банк депозитларига таъсири ижобий бўлмоқда;

Ойлик инфляциянинг 1 фоизга ошиши АТБ Туронбанк кредитларининг реал ҳажмини 2,22 фоизга оширмоқда. Аммо бунинг ликвидлилик эффектига салбий таъсири шундаки, банк депозитлари орқали эмас балки инфляция таъсирида кредитлари ҳажмини оширмоқда;

Пул базаси ошишининг банк кредитлари ҳадмига таъсири эса умуман сезиларсиз бўлмоқда. Яъни пул базасининг реал ойлик 1 фоизга ошиши банк кредитларининг реал ҳажмини -0,02 фоизга камайтирмоқда;

АТБ Туронбанк кредитлари ҳажмига таъсир этувчи эндоген омил сифатида унинг депозитлари ҳажмини олинган. Чунки ликвидлилик эффекти шу йўл бутун иқтисодиётга ёйилиши керак. АТБ Туронбанк депозитларининг ойлик реал 1 фоизга ошиши ушбу банк кредитларининг ойлик реал ҳажмини -0,19 фоизга пасайтирмоқда. Ушбу ҳолат мантиқий тўғри шаклланмаган.

7. Коронавирус пандемиясига қарши кураш чоралари натижасида Ўзбекистон давлат бюджети дефицити миқдорининг янада ортиш эҳтимоликузатилмоқда. Бу эса, Давлат бюджетидан коронавирус пандемияси оқибатларини бартараф этиш билан боғлиқ бўлган харажатларнинг бир қисмини молиялаштирилиши ва хўжалик юритувчи субъектларга солиқ каникулларининг берилганлиги билан изоҳланади.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.03/10.12.2019.I.16.01 ПО ПРИСУЖДЕНИЮ  
УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ ТАШКЕНТСКОМ ГОСУДАРСТВЕННОМ  
ЭКОНОМИЧЕСКОМ УНИВЕРСИТЕТЕ**

---

**ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ**

**КУРБОНБЕКОВА МОХИЧЕХРА ТУРОБЖОНОВНА**

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ПРАКТИКИ  
РЕГУЛИРОВАНИЯ ДЕНЕЖНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ  
В РЕСПУБЛИКЕ УЗБЕКИСТАН**

**08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит**

**АВТОРЕФЕРАТ**  
**диссертации на соискание ученой степени доктора философии (PhD)**  
**по экономическим наукам**

**Ташкент – 2020**

**Тема диссертации доктора философии (Doctor of Philosophy) зарегистрирована под номером B2018.3.PhD/Iqt717 в Высшей аттестационной комиссии при Кабинете Министров Республики Узбекистан.**

Диссертация выполнена в Ташкентском государственном экономическом университете.

Автореферат диссертации на трех языках (узбекский, русский, английский (резюме)) размещен на веб-странице Научного совета ([www.tsue.uz](http://www.tsue.uz)) и Информационно - образовательном портале «ZiyoNET» ([www.ziyo.net.uz](http://www.ziyo.net.uz)).

**Научный руководитель:** **Ходиев Баходир Юнусович**  
доктор экономических наук, профессор

**Официальные оппоненты:** **Омонов Акром Абдиназарович**  
доктор экономических наук, профессор  
**Мустафакулов Шерзод Игамбердиевич**  
доктор экономических наук, доцент

**Ведущая организация:** **Академия Государственного управления при Президенте Республики Узбекистан**

Защита диссертации состоится в \_\_\_\_\_ часов «\_\_» \_\_\_\_\_ 2021 г. на заседании Научного совета DSc.03/10.12.2019.I.16.01 по присуждению ученых степеней при Ташкентском государственном экономическом университете. (Адрес: 100003, город Ташкент, ул. Ислама Каримова, д. 49. Тел: (99871) 239-28-72; факс: (99871) 239-01-49, (99871) 239-43-51. e-mail: [tdiu@tdiu.uz](mailto:tdiu@tdiu.uz))

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского государственного экономического университета (зарегистрирована под номером \_\_\_\_\_). Адрес: 100003, город Ташкент, ул. Ислама Каримова, д.49. 49-уй, Тел: (99871) 239-28-72; 239-01-49. факс: (99871) 239-43-51, e-mail: [tdiu@tdiu.uz](mailto:tdiu@tdiu.uz)

Автореферат диссертации разослан «\_\_» \_\_\_\_\_ 2020 года.

(реестр протокола рассылки №\_\_ от «\_\_» \_\_\_\_\_ 2020 года.

**Н.Х. Жумаев**

Председатель научного совета по присуждению ученых степеней, д.э.н., профессор

**У.В. Гафуров**

Секретарь научного совета по присуждению ученых степеней, д.э.н., профессор

**С.К. Худойкулов**

Председатель научного семинара при научном совете по присуждению ученых степеней, д.э.н., профессор

## ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора философии (PhD))

**Актуальность и востребованность темы диссертации.** Опыт развитых стран свидетельствует, что совершенствование практики регулирования денежной массы является одним из необходимых условий предотвращения роста инфляции и обеспечения устойчивости макроэкономического роста. В частности, «низкий и стабильный рост денежной массы Федеральной резервной системой США (ФРС) позволил удержать инфляцию на низком уровне в 2019 году (2,3 процента). Это, в свою очередь, позволило ФРС снизить базовую ставку в 2019 году с действующих 2,25 процентов до 1,75 процентов»<sup>1</sup>. «Совершенствование практики регулирования денежной массы Центральным банком России, в том числе устранение избыточной ликвидности в банковской системе за счет повышения гибкости базовой процентной ставки, увеличения объема операций на открытом рынке, обеспечило поддержание годового уровня инфляции в пределах, прогнозируемых в 2019 году (годовой уровень инфляции в 2019 году составлял 3,0 процента)»<sup>2</sup>. Данные показатели свидетельствуют о высокой роли операций на открытом рынке в практике регулирования денежной массы в международном масштабе.

В странах мира осуществляются фундаментальные исследования, посвященные обеспечению низкого и стабильного уровня денежной массы, совершенствованию практики использования инструментов денежно-кредитной политики, совершенствованию таргетирования денежной массы, повышению эффективности режима таргетирования инфляции, обеспечению стабильности национальной валюты, совершенствованию практики использования каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, обеспечению баланса между денежно-кредитной политикой и бюджетно-налоговой политикой, а также обеспечению прозрачности денежно-кредитной политики.

В Стратегии Действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан на 2017-2021 годы важной задачей определено дальнейшее совершенствование денежно-кредитной политики, а также поэтапное внедрение современных рыночных механизмов валютного регулирования, обеспечивающих стабильность национальной валюты<sup>3</sup>. Это заставляет исследовать на научной основе проблему регулирования денежной массы, которая является центральным вопросом денежно-кредитной политики.

Настоящая диссертационная работа в определенной мере способствует реализации задач, определенных в Указах Президента Республики Узбекистан УП-4947 «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан» от 7 февраля 2017 года, УП - 5877 «О совершенствовании денежно-кредитной политики путем постепенного перехода к таргетированию инфляции» от 18 ноября 2019 года, Постановлении Президента Республики

<sup>1</sup> Monetary Policy. <http://www.federalreserve.gov>.

<sup>2</sup> Банк России. Годовой отчет 2019. – Москва, 2020. [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru).

<sup>3</sup> Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли фармони. Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида//Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами. – Тошкент, 2017. – № 6 (766). – 32-б.

Узбекистан ПП-3272 «О мерах по дальнейшему совершенствованию денежно-кредитной политики» от 13 сентября 2017, а также других нормативно-правовых актах в данной сфере.

**Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики.** Данное диссертационное исследование выполнено в соответствии с приоритетными направлениями развития науки и технологий I. «Духовное, нравственное и культурное развитие демократического и правового общества, формирование инновационной экономики».

**Степень изученности проблемы.** Отдельные теоретические и практические аспекты регулирования денежной массы были изучены в работах таких зарубежных ученых-экономистов, как А.Косой, Г.Белоглазова, Д.Ван-Хуз, Ж.Кейнс, А.Навой, М.Абрамова, М.Фридмен, О.Лаврушин, О.Афанасьева, О.Смирнова, Р.Миллер, С.Моисеев, У.Хесус, Ф.Мишкин, Б.Тэйлор, Ж.Маккалум, и были сформулированы соответствующие научные выводы<sup>4</sup>.

Некоторые теоретические, методологические и практические аспекты регулирования денежной массы нашли свое отражение в научных исследованиях отечественных ученых-экономистов, таких как Н.Жумаев, О.Намозов, А.Омонов, Б.Душаев, Ш.Мустафакулов, Т.Коралиев, Т.Бобакулов, А.Абсаламов<sup>5</sup>.

Однако вопрос совершенствования практики регулирования денежной массы не изучался узбекскими учеными-экономистами в качестве отдельного объекта диссертационной работы.

**Связь темы диссертации с планами научно-исследовательской работы высшего образовательного учреждения, где выполнена диссертация.** Данная диссертационная работа выполнялась в рамках фундаментального проекта научно-исследовательского плана Ташкентского Государственного экономического университета «Научная разработка проблем модернизации

---

<sup>4</sup> Навой А.В. Центральный банк в глобальном хозяйстве. Монография. – М.: ГОУ ВПО «РЭУ им. Г.В.Плеханова», 2010. – 528 с.; Косой А.М. Платежный оборот: исследование и рекомендации. Монография. – М.: КНОРУС, 2012. – 296 с.; Белоглазова Г.Н. Деньги, кредит, банки. Учебник. – М.: Высшее образование, 2008. – 620 с.; Миллер Л.Р., Ван-Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело. Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 2000. – 856 с.; Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. Пер. с англ. – М.: Гелиос АРВ, 1999. – 352 с.; Абрамова М.А. Национальная денежная система: теория, методология исследования, концепция развития в условиях модернизации современной экономики. – М.: ИНФРА-М, 2014. – 380 с.; Фридмен М. Основы монетаризма. Пер. с англ. – М.: ТЕИС, 2002. – 175 с.; Афанасьева О.Н. О таргетировании инфляции и регулировании курса рубля//Банковское дело. – Москва, 2014. – №4. – С. 10-14.; Смирнова О.В. Центральные банки в современном мире//Деньги и кредит. – Москва, 2013. – №10. – С. 66-73.; Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика. – М.: Экономистъ, 2008. – 652 с.; McCallum B.T. Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for The United States, the United Kingdom, and Japan// Economic Quarterly of the Federal Reserve Bank of Richmond, 1/86, Winter, 2000. – P. 49-79.; Taylor, J. The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by European Central Bank//Journal of Monetary Economics. Vol. 43. Issues, 1993. – P. 655-679.

<sup>5</sup> Жумаев Н.Х. Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш. и.ф.д. илм. дар. ол. уч. тақд. эт. дисс. автореф. – Тошкент, 2008.; Омонов А.А., Коралиев Т.М. Пул, кредит ва банклар. Дарслик. – Тошкент: Iqtisod-Moliya, 2012. – 324 б.; Намозов О.Ш. Монетарная политика в переходной экономике: концептуальные подходы и программные направления. Автореф. дисс. на соис. уч. ст. д.э.н. – Ташкент, 2001. – 39 с.; Бобакулов Т.И. Ўзбекистон Республикасида миллий валюта курсининг барқарорлигини таъминлаш борасидаги муаммолар ва уларни ҳал қилиш йўллари. И.ф.д. илм. дар. ол. уч. тақд. эт. дисс. автореф. – Тошкент: БМА, 2008. – 33 б.; Абсаламов А.Т. Марказий банк пул-кредит сиёсати трансмиссион механизмини такомиллаштириш и.ф.д. (PhD) илм. дар. ол. уч. тақд. эт. дисс. автореф. – Тошкент: ТМИ, 2020. – 60 б.; Душаев Б.М. Монетарная политика. – Ташкент: Iqtisod-Moliya, 2003. – 120 б.



банковской, финансовой, налоговой и инвестиционной деятельности в условиях устойчивого развития экономики Республики Узбекистан».

**Целью исследования** является разработка научных предложений и практических рекомендаций, направленных на совершенствование практики регулирования денежной массы Центрального банка Республики Узбекистан.

**Задачи исследования:**

сравнительный и критический анализ научно-теоретических взглядов на регулирование денежной массы и формирование выводов, служащих для оценки их практического значения;

анализ моделей регулирования денежной массы;

изучение и обобщение передового зарубежного опыта по практике регулирования денежной массы;

анализ практики регулирования денежной массы Центрального банка Республики Узбекистан и выявление современных тенденций;

определение импульсной реакции Центрального банка Узбекистана на влияние денежной массы на экономические показатели;

эмпирический анализ влияния эффекта ликвидности на деятельность коммерческих банков;

выявление проблем, связанных с совершенствованием регулирования денежной массы и разработка научных предложений и практических рекомендаций, направленных на их решение.

**Объектом исследования** является практика регулирования денежной массы Центральным банком Республики Узбекистан.

**Предметом исследования** являются финансовые отношения, возникающие в процессе регулирования денежной массы.

**Методы исследования.** В диссертации использовались методы анализа и синтеза, индукции и дедукции, экспертной оценки, а также статистические и экономико-математические методы.

**Научная новизна исследования состоит в следующем:**

Была обоснована целесообразность формирования рынка государственных ценных бумаг и обеспечение его бесперебойного функционирования, а также увеличение объемов РЕПО операций Центрального банка;

с целью повышения роли политики обязательных резервов Центрального банка в регулировании денежной массы была обоснована необходимость того, чтоб на основе международного опыта ставка по обязательным резервам была установлена в виде однозначного числа, а долгосрочные депозиты банков были освобождены от обязательных резервных отчислений;

было обосновано предложение о повышении уровня текущей ликвидности за счет увеличения доли высоколиквидных активов в активах банка;

обеспечивая стабильный уровень чистого процентного спреда не ниже нормативного показателя, было внесено предложение уменьшить долю транзакционных депозитов в объеме брутто депозитов на основе использования стабильного остатка транзакционных депозитов в качестве ресурса, а также повышения процентных ставок срочных депозитов.

**Практические результаты исследования** состоят в следующем:

путем обеспечения того, чтобы темп девальвации национальной валюты был соизмеримым с темпами девальвации национальных валют основных внешнеторговых партнеров Узбекистана (Россия, Китай, Казахстан, Турция), была обоснована целесообразность повышения роли курсовой политики Центрального банка в стимулировании экспорта;

на основе проведенного эконометрического анализа было обосновано, что сильное влияние увеличения денежной массы Центрального банка Узбекистана на инфляцию и увеличение реальной денежной массы на 1 процент в месяц увеличит ежемесячный уровень инфляции на 0,4 процента за 4 месяца;

несущественное влияние ставки рефинансирования Центрального банка на уровень инфляции в экономике было продемонстрировано при помощи импульсной реакции модели VAR;

на основе эконометрического анализа было установлено, что рост годовой инфляции в стране на 1 процент приводит к увеличению кредитов коммерческих банков на 0,65 процента;

было установлено, что увеличение реальной денежной массы в Узбекистане на 1 процент снизит реальную процентную ставку на ежемесячном денежном рынке на -0,3 процента через 4 месяца;

была обоснована целесообразность использования математического моделирования для оценки влияния эффекта ликвидности на экономику через коммерческие банки и повышения эффективности управления.

**Достоверность результатов исследования** определяется тем, что они основаны на сопоставительных и критических анализах научно-теоретических взглядов относительно регулирования денежной массы, изучении передового зарубежного опыта и обобщению его результатов, а также на официальных статистических и практических данных, статистических и практических данных Центрального банка, а также анализе АКБ «Туронбанк».

**Научная и практическая значимость результатов исследования.** Научная значимость результатов диссертации определяется тем, что они могут быть использованы в качестве источника при выполнении специальных исследований, направленных на обеспечение низкого и стабильного уровня в будущем в долгосрочной перспективе.

Практическая значимость результатов исследования определяется тем, что они могут быть использованы при разработке комплекса мер, направленных на обеспечение стабильности темпов роста денежной массы, а также при разработке мер, направленных на выполнение задач, определенных в Указах Президента Республики Узбекистан УП-4947 «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан» от 7 февраля 2017 года, УП - 5877 «О совершенствовании денежно-кредитной политики путем постепенного перехода к таргетированию инфляции» от 18 ноября 2019 года, а также в учебных пособиях системы Высшего образования.

**Внедрение результатов исследования.** На основе разработанных предложений по совершенствованию практики регулирования денежной массы в Республике Узбекистан:

предложение по формированию рынка государственных ценных бумаг и обеспечению его бесперебойного функционирования, а также увеличению объемов РЕПО операций Центрального банка было внедрено в практику Центрального банка Республики Узбекистан (Справка № 08-12/638 Центрального банка Республики Узбекистан от 24 августа 2020 года). В результате внедрения данного предложения в январе 2020 года Центральный банк начал выпуск облигаций с целью эффективного регулирования ликвидности банковской системы. Кроме того, Центральный банк совершенствует инструменты денежно-кредитной политики в рамках перехода к таргетированию инфляции. В частности, с 24 февраля 2020 года запущены операции РЕПО с государственными ценными бумагами.

с целью повышения роли политики обязательных резервов Центрального банка в регулировании денежной массы предложение о том, что на основе международного опыта ставка по обязательным резервам была установлена в виде однозначного числа, а долгосрочные депозиты банков были освобождены от обязательных резервных отчислений было внедрено в практику Центрального банка Республики Узбекистан (Справка № 08-12/638 Центрального банка Республики Узбекистан от 24 августа 2020 года). В результате реализации данного предложения с 1 октября 2018 года обязательные резервы будут формироваться только в национальной валюте; унифицированы резервные требования по депозитам юридических и физических лиц; норма обязательных резервов по депозитам в национальной валюте установлена на уровне однозначного числа (4 процента).

предложение о повышении уровня текущей ликвидности за счет увеличения доли высоколиквидных активов в активах банка было внедрено в практику Акционерно-коммерческого банка Республики Узбекистан «Туронбанк» (справка АКБ «Туронбанка» № 11/04-399 от 16 октября 2020 года). В результате реализации данного предложения коэффициент текущей ликвидности АКБ Туронбанк в 2019 году увеличился на 0,36 пункта по сравнению с 2018 годом.

обеспечивая стабильный уровень чистого процентного спреда не ниже нормативного показателя, предложение по уменьшению доли транзакционных депозитов в объеме брутто депозитов на основе использования стабильного остатка транзакционных депозитов в качестве ресурса, а также повышения процентных ставок срочных депозитов было внедрено в практику Акционерно-коммерческого банка Республики Узбекистан «Туронбанк» (справка АКБ «Туронбанка» № 11/04-399 от 16 октября 2020 года). В результате реализации данного предложения в 2019 году доля транзакционных депозитов в общем объеме депозитов АКБ «Туронбанка» снизилась на 10,6 процентных пункта по сравнению с 2018 годом.

**Апробация результатов исследования.** Основные результаты данного исследования были обсуждены и одобрены на 6 научно-практических конференциях, 4 из которых являются республиканскими и 2 международными научно-практическими конференциями.

**Опубликованность результатов исследования.** По теме диссертации было опубликовано всего 15 научных работ, в том числе 9 статей в журналах, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией для публикации основных научных результатов, из которых 7 статей – в республиканских журналах и 2 статьи – в зарубежных журналах.

**Структура и объем диссертации.** Структура диссертационной работы состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Объем диссертации составляет 136 страниц.

## ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во введении диссертации обоснованы актуальность и значение исследования, определены его цель и основные задачи, объект и предмет диссертации, показано соответствие приоритетным направлениям развития науки и технологий в республике, обоснована научная новизна и изложены практические результаты, раскрыты научное и практическое значение полученных результатов, представлены данные об апробировании результатов исследования, а также представлены данные о структуре диссертации.

Первая глава диссертации под названием **«Теоретические основы практики регулирования денежной массы и зарубежный опыт»**, посвящена исследованиям научных и теоретических взглядов на регулирование денежной массы и нормативно-правовой базы. Кроме того, в данной главе представлен сравнительный анализ моделей регулирования денежной массы и обобщение передового зарубежного опыта по регулированию денежной массы.

Результаты изучения научно-теоретических взглядов экономистов на регулирование денежной массы показали, что:

правительство и Центральный банк могут влиять на ожидаемую норму прибыли на капитал, управляя спросом и предложением на финансовые активы; инфляция может быть сдержана Центральным банком, регулирующим денежную массу, поскольку инфляция не является многофакторным процессом.

Преимущества операций Центрального банка на открытом рынке:

операции на открытом рынке проводятся по инициативе Центральных банков, и их объем контролируется центральными банками;

операции на открытом рынке носят конкретный характер и являются гибкими по сути, они могут быть любого размера;

операции на открытом рынке имеют легко обратимое содержание.

В моделях денежной массы, разработанных Б. МакКаллумом и К. Даудом, предлагалось рассматривать решение индивида о деньгах не на отдельной основе, а в контексте общей модели человеческого благополучия. По их мнению, использование денег для покупок приводит к значительной экономии

времени человека. Оптимальное поведение человека относится к выбору между рабочим временем и досугом, основанным на максимизации индивидуальной функции полезности<sup>6</sup>.

Модель Кейгана применима в периоды высокой инфляции. Когда цены в экономике резко повышаются, покупательная способность денег значительно снижается. В таких условиях влияние реальных доходов, реальных процентных ставок и других макроэкономических показателей на спрос на деньги будет незначительным. В результате желание и спрос людей на деньги снижается пропорционально уровню инфляции<sup>7</sup>.

Согласно модели Д.Хиршляйфера<sup>8</sup>, особенностью временного периода является то, что деньги, полученные сегодня, ценятся выше, чем деньги, полученные в будущем, потому что сегодняшней доход - это прямое потребление. Если потребление задерживается, страдает потребитель. Это связано с тем, что в будущем эта потеря будет компенсирована более высоким доходом. Если деньги изымаются из потребления, то их стоимость рассчитывается по возрастанию их стоимости.

По словам Ф.С.Мишкина, Федеральная резервная система США (ФРС) представляет собой один из Центральные банков, широко и успешно использующий операции РЕПО для регулирования денежной массы<sup>9</sup>.

Первичный (основной) раунд займов ФРС может быть предоставлен доверенным депозитным учреждениям только на определенный период времени (обычно несколько часов) или на более длительный период в зависимости от ситуации. Чтобы определить надежность этих депозитных организаций, их финансовое состояние регулярно отслеживается и оценивается. Депозитарные учреждения рассматривают данные заемные средства в первую очередь как резервный источник финансирования и не используют их для других целей. Поскольку этот первый тип кредитных средств является основным источником долга, в лексиконе ФРС США он также называется «ставкой дисконтирования». Кредиты вторичного тура выдаются стабильным депозитным учреждениям, и их учетная ставка может быть на 50 процентных пунктов выше, чем учетная ставка, предоставляемая надежным депозитным учреждениям, а в некоторых случаях даже выше, чем того требует ситуация. Срок данного вида кредита - до одного дня. Эти кредиты привлекаются для предотвращения дефицита ликвидности. Их нельзя использовать для финансирования активов депозитных организаций. Третий тур представляет кредиты сезонного типа, которые предоставляются более мелким депозитным учреждениям, чтобы избежать сезонных дисбалансов в их кредитных и

<sup>6</sup> McCallum B.T. Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for The United States, the United Kingdom, and Japan// Economic Quarterly of the Federal Reserve Bank of Richmond, 1/86, Winter, 2000. – P. 49-79.; Dowd, Kevin. The Value of time and the transactions demand for money//Journal of Money, Credit and Banking – 1990 – V.22 - №1- P. 51-64.

<sup>7</sup> Гераськин М.И., Кузнецова О.А. Экономико-математическое моделирование. Макроэкономические и социальные модели. Учебное пособие. – Самара: Изд-во Самарского университета, 2017. – 80 с.

<sup>8</sup> Розанова Н.М. Монетарная экономика. Теория денег и кредита: в 2 т. Учебник. – М.: Юрайт, 2016. – С. 120-123.

<sup>9</sup> Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2013. – С. 486 - 488.

деPOSITных операциях. В то же время данные депозитарные учреждения должны четко обосновывать обстоятельства, присущие сезонным колебаниям. Обычно подобные заведения предоставляют услуги предприятиям, работающим в сельскохозяйственном секторе или в районах с туристическим потенциалом. Ставка дисконтирования по данным кредитам равна рыночной ставке.

Данные таблицы 1 показывают, что в 2015-2017 годах темпы роста ВВП США имели тенденцию к снижению. Однако темпы роста ВВП в 2018 году были значительно выше, чем в 2017 году. Тем не менее, в 2019 году этот показатель снизился по сравнению с 2018 годом. В основном данный факт объясняется следующими причинами:

тем, что страна страдает в результате продолжающейся торговой войны с Китаем;

замедлением роста мировой экономики в 2019 году.

**Таблица 1**

**Годовой темп роста ВВП в США, годовой уровень инфляции и ставка дисконтирования Федеральной Резервной Системы<sup>10</sup> (в процентах).**

Показатели	Годы				
	2015	2016	2017	2018	2019
Темпы роста ВВП	2,6	1,6	2,3	2,9	2,3
Уровень инфляции	0,7	2,1	2,1	1,9	2,3
Ставка дисконтирования ФРС	0,5	0,75	1,5	2,5	1,75

Данные таблицы показывают, что в 2015-2019 годах годовая инфляция в США была умеренной, то есть она не превышала 3 процента. Данная ситуация является благоприятной с точки зрения совершенствования практики регулирования денежной массы. Однако в 2019 году годовой уровень инфляции значительно вырос по сравнению с 2015 годом.

Также в 2015–2018 годах ставка дисконтирования ФРС демонстрировала тенденцию к росту. Это объясняется необходимостью не допустить роста инфляции в этот период. В 2019 году ставка дисконтирования ФРС была значительно снижена по сравнению с 2018 годом. Это объясняется тем, что темпы роста ВВП в 2019 году замедлились по сравнению с 2018 годом.

Из данных рисунка очевидно, что темпы роста денежной массы в США в 2016-2018 годах замедлялись. Это является благоприятной ситуацией с точки зрения совершенствования практики регулирования денежной массы. Однако темпы роста денежной массы в 2019 году значительно увеличились по сравнению с 2018 годом. Это демонстрирует негативную ситуацию с точки зрения совершенствования практики регулирования денежной массы.

<sup>10</sup> Таблица составлена автором на основе данных сайта Федеральной Резервной Системы США <https://www.federalreserve.gov>.



**Рисунок 1. Годовой темп роста денежной массы (M2) и годовой уровень инфляции в США, в процентах<sup>11</sup>**

Годовые темпы роста денежной массы в США в 2017 году были значительно ниже, чем в 2016 году. Однако уровень инфляции в этот период не изменился. Это свидетельствует о том, что темпы роста денежной массы в этот период не имели инфляционного значения.

**Таблица 2**

**Годовые темпы роста ВВП в России, годовая инфляция и базовая ставка Центрального Банка<sup>12</sup> (в процентах).**

Показатели	Годы				
	2015	2016	2017	2018	2019
Темп роста ВВП	- 2,0	0,3	1,8	2,5	1,3
Уровень инфляции	12,9	5,4	2,5	4,3	3,0
Базовая ставка Центрального Банка	11,0	10,0	8,25	7,75	6,25

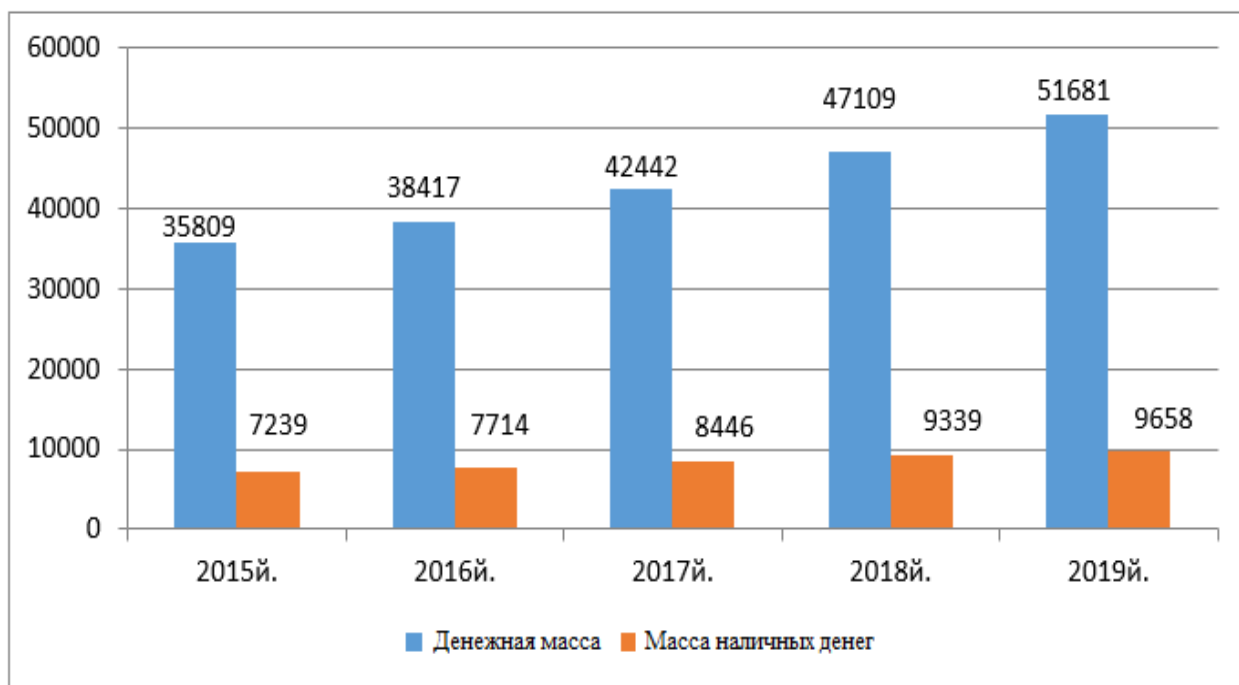
Из таблицы видно, что в 2015 году ВВП России снизился. Однако в 2016-2018 годах наблюдался годовой темп роста ВВП. В России в 2015-2018 годах наблюдалась тенденция к снижению инфляции. Это позволило Центральному банку России снизить базовую ставку.

Кроме того, уровень инфляции в России в 2019 году снизился на 1,3 процентных пункта по сравнению с 2018 годом, а базовая ставка Центрального банка снижена на 1,5 процентного пункта.

<sup>11</sup> Рисунок составлен автором на основе данных сайта Федеральной Резервной Системы США <https://www.federalreserve.gov>.

<sup>12</sup> Таблица составлена автором на основе данных сайта Центрального Банка России [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru).

В 2019 году стратегической целью денежно-кредитной политики Центрального банка России было обеспечение стабильности цен. Поэтому в рамках таргетирования инфляции ставилась задача не допустить, чтобы годовой уровень инфляции превышал 4 процента. Инфляция в России выросла до 5,3 процента в первом квартале 2019 года, а затем снизилась до 3,0 процента в конце года.



**Рисунок 2. Изменения объемов денежной массы (M2) и массы наличных денег в Российской Федерации<sup>13</sup>, млрд. рублей**

По официальным данным Центрального банка России, в связи с более низким прогнозом инфляции (на июнь 2019 года - 4,7-5,2 процентов; на октябрь - 3,2-3,7 процента; на декабрь - 2,9-3,2 процента), базовая ставка понизилась на 1,5 процентных пункта в июне-декабре 2019 года и была установлена на отметке 6,25 процентов годовых<sup>14</sup>.

Данные на рисунке, представленном выше, показывают, что в 2015-2019 годах в России наблюдалась тенденция к увеличению объема денежной массы. Этот рост был инфляционным только в 2015 году. Потому что в 2015 году уровень инфляции в России был относительно высоким (12,9).

В 2016-2019 годах наблюдалась тенденция роста денежной массы в России. Это свидетельствует о низком уровне развития системы безналичных расчетов и является негативной ситуацией с точки зрения совершенствования практики регулирования денежной массы. Это связано с тем, что развитие пластиковых карт и платных чеков снизит спрос на наличные деньги.

<sup>13</sup> Рисунок составлен автором на основе данных сайта Центрального Банка России [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru).

<sup>14</sup> Годовой отчет Банка России за 2019 год (С. 93). Сайт [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru) (Центральный банк России).



Во второй главе диссертации «Современное состояние практики регулирования денежной массы в Республике Узбекистан» дана оценка практики регулирования денежной массы и выявлены существующие тенденции.

Новая редакция Закона Республики Узбекистан «О Центральном банке Республики Узбекистан» является основной нормативной базой для регулирования денежной массы, потому что этот закон регулирует деятельность Центрального банка, а Центральный банк, в свою очередь, регулирует денежную массу.

**Таблица 3**

**Денежные агрегаты М0 и М2 в Республике Узбекистан<sup>15</sup>**

Денежные агрегаты	2015	2016	2017	2018	2019
М0, млрд. сумов	10655	13209	19449	22164	24246
М2, млрд. сумов	42291	52226	73223	83734	91266
Доля М0 в структуре М2, %	25,2	25,3	26,6	26,5	26,6

Из таблицы видно, что в 2015-2019 гг. в Узбекистане наблюдалась тенденция роста количества денежных агрегатов М0 и М2. В частности, в 2017 году темп роста денежных агрегатов М0 и М2 был выше, чем в 2016 году. Данный факт объясняется это тем, что 5 сентября 2017 года в связи с либерализацией денежно-кредитной политики резкое обесценение национальной валюты по отношению к доллару США привело к увеличению стоимости валютных депозитов в сумах. По состоянию на 1 января 2017 года объем валютных депозитов в сумах составил 8758 млрд сумов. По состоянию на 1 января 2018 года данная сумма составила 25699 млрд сумов.

Вместе с тем, в течение анализируемого периода доля наличных денежных средств в денежном агрегате М2 была относительно высокой. Это свидетельствует о наличии проблем с совершенствованием безналичных расчетов. Высокие темпы роста наличных денег в обращении были обусловлены увеличением спроса на наличные деньги для обеспечения своевременной оплаты платежей первого уровня и непропорциональным увеличением притока наличности из-за проблем на внутреннем валютном рынке в данный период.

По официальной статистике Центрального банка Республики Узбекистан:

В 2019 году объем денежных средств, полученных банками, увеличился на 71,6 процента по сравнению с 2018 годом и составил 142,6 трлн сумов;

В 2019 году объем наличных денег от продажи товаров, поступивших в кассы коммерческих банков увеличился на 63,0 процентов, выручка от платных услуг возросла на 36,8 процента, объем наличных вкладов населения - на 33,6 процентов, выручка от банковских услуг (кредитные, продажа наличной

<sup>15</sup> Таблица составлена автором на основе данных сайта [www.cbu.uz](http://www.cbu.uz). (Статистика. Денежные агрегаты).

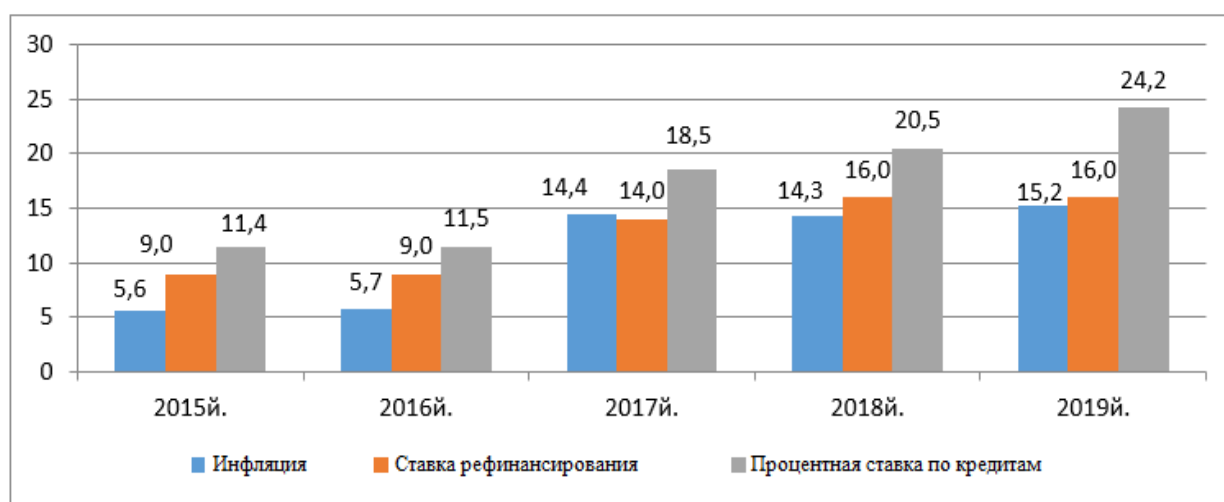
валюты и конверсионные операции) увеличилась в 3,5 раза, поступления от налогов и прочих сфер на увеличились на 82,6 процента;

В разрезе источников поступлений наличных средств в кассы банков можно отметить, что доля розничных продаж составила 42,6 процента, доля поступлений от платных услуг - 10,5 процентов, денежных вкладов населения - 9,3 процента, поступления от банковских услуг - 11,8 процентов, а поступления от налогов и прочих сфер составила 25,8 процентов;

Наряду с увеличением объема денежных поступлений в кассы банка в 2019 году объем кассовых расходов также увеличился на 68,4 процента по сравнению с 2018 годом и составил 144,5 трлн сумов. В 2018 году спрос на наличные деньги формировался в основном за счет пенсий, льгот (22,7 процента) и заработной платы (24,4 процента), тогда как в отчетном году в структуре расходов наличных денежных средств значительная доля приходилось на снятие наличных с банковских карт и покупку иностранной валюты у населения<sup>16</sup>.

На рисунке, представленном ниже, показано, что в 2017-2019 годах уровень инфляции в стране был высоким. В частности, в 2017 году годовой уровень инфляции резко вырос по сравнению с 2016 годом. Это вынудило Центральный банк поднять ставку рефинансирования сразу на 5 процентных пунктов в 2018 году.

Кроме того, высокая инфляция в 2017-2019 годах не позволила Центральному банку Республики Узбекистан снизить ставку рефинансирования. В свою очередь, тот факт, что ставка рефинансирования Центрального банка была выше в анализируемый период, привела к повышению процентных ставок по кредитам коммерческих банков.



**Рисунок 3. Инфляция, ставка рефинансирования и среднегодовая процентная ставка по кредитам коммерческих банков в национальной валюте в Республике Узбекистан<sup>17</sup>, в процентах**

<sup>16</sup> Отчет Центрального банка Республики Узбекистан о своей деятельности в 2019 году. сайт [www.cbu.uz](http://www.cbu.uz) (Центральный банк Республики Узбекистан).

<sup>17</sup> Рисунок составлен автором на основе данных сайта Центрального банка Республики Узбекистан [www.cbu.uz](http://www.cbu.uz).

С 25 сентября 2018 года Центральный банк повысил ставку рефинансирования с 14 процентов до 16 процентов годовых. В свою очередь, в результате высокой инфляции в стране у Центрального банка нет возможности снизить ставку рефинансирования, и процентные ставки по кредитам коммерческих банков остаются высокими.

Следует отметить, что одним из основных факторов, формирующих денежную массу в стране, являются кредитные вложения коммерческих банков.

**Таблица 4**

**Объем и уровень кредитных вложений коммерческих банков Республики Узбекистан<sup>18</sup>**

Показатели	Годы					Изменение в 2019 году по сравнению с 2015 годом
	2015	2016	2017	2018	2019	
Кредиты, трлн. сумов	42,7	53,4	108,5	164,7	207,6	4,8 раза
Отношение кредитов к ВВП, %	20,3	22,0	35,8	40,5	40,6	20,3 процентных пункта

Из таблицы видно, что объем кредитных вложений коммерческих банков Республики Узбекистан в 2015-2019 годах имел тенденцию к росту. При этом объем кредитных вложений в банках в 2019 году увеличился более высокими темпами, чем в 2015 году (в 4,8 раза).

Уровень кредитных вложений коммерческих банков по отношению к ВВП в 2015-2019 годах имел тенденцию к росту. При этом уровень банковских кредитных вложений к ВВП в 2019 году был выше, чем в 2015 году (20,3 процентных пункта).

Приведенные выше факты свидетельствуют о том, что коммерческие банки стали одним из основных факторов формирования денежной массы.

Регрессионно-корреляционный анализ был осуществлен на основе метода наибольших квадратов, при этом следующие переменные были выбраны 2006-2017 гг., а именно: годовой темп роста денежной массы (в процентах), кредиты коммерческих банков (млрд. сумов), годовой уровень инфляции (в процентах), годовой темп обесценения национальной валюты (в процентах). В соответствии с анализом, модель, отображающая сам процесс, представлена в следующем виде:

$$\ln Y_{\text{ТБК}} = -2.381196 + 0,65 * X_{\text{ин}} + 1,15 * X_{\text{МВК}} + 0,19 * X_{\text{ПМ}} \quad (1)$$

Здесь:  $Y_{\text{ТБК}}$  – кредиты коммерческих банков, млрд. сумов;  $X_{\text{ин}}$  – годовой уровень инфляции, в процентах;  $X_{\text{МВК}}$  – годовая норма обесценивания национальной валюты, в процентах;  $X_{\text{ПМ}}$  – годовой темп роста денежной массы, в процентах.

<sup>18</sup> Таблица составлена автором на основе данных сайта Центрального банка Республики Узбекистан [www.cbu.uz](http://www.cbu.uz).

Таблица 5

**Результаты регрессионно-корреляционного анализа критериев модели, сформированной на основе монетарных показателей Узбекистана<sup>19</sup>**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$X_{ин}$	0.651960	0.132540	4.918967	0.0012
$X_{МВК}$	1.150362	0.582552	1.974693	0.0837
$X_{ПМ}$	0.199943	0.191162	1.045937	0.3262
C	-2.381196	1.106169	-2.152651	0.0635
Квадрат остатков	0.829503	Сред. арифм. зависимой перем.		2.332529
Квадрат переменных остатков	0.765567	Станд. погреш.зависимой переменной		0.899517
Регр. станд. погрешность	0.435531	Критерий Акаике		1.436700
Квадрат совокуп. остатков	1.517498	Критерий Шварца		1.598336
Приближ. к логариф. прав.	-4.620201	Критерий Ханнан-Квин		1.376857
F-статистика	12.97389	Критерий Дарбин-Уотсон		2.564247
Вероятность (F-стат.)	0.001932			

Из данных таблицы очевидно, что в регрессионно-корреляционном анализе, осуществленном при помощи метода наименьших квадратов, квадрат остатков составил показатель в 0,82 п.п.. Это означает, что выбранные нами остатки данных указывают на то, что существует единственная прямая линия.

В ходе регрессионного и корреляционного эконометрического анализа, осуществленного методом наименьших квадратов, было определено влияние годового уровня инфляции, который считается независимой переменной, на кредиты коммерческих банков для независимой переменной. Влияние оставшихся свободных переменных на годовой темп обесценения национальной валюты и годовой темп роста денежной массы не определился. Диагностические тесты показывают отсутствие гетеросkedастических и авторегрессионных проблем. Однако диагностика остатков указывает на отсутствие нормального распределения. В заключение, исходя из данного эконометрического анализа, можно сделать вывод, что увеличение годового уровня инфляции на 1 процент приведет к увеличению объема кредитов коммерческих банков в стране на 0,65 процента.

Денежно-кредитная политика Центрального банка заключается в сдерживании инфляции в стране и создании благоприятных условий для экономического роста. Центральный банк достигает этих целей за счет справедливой денежной массы. В отличие от Центральных банков развитых стран, развивающиеся страны, в том числе Центральный банк Узбекистана, сталкиваются с определенными трудностями в достижении этих целей. В частности, неразвитый рынок ценных бумаг, низкая зависимость рыночных процентных ставок от процентных ставок Центрального банка, низкий уровень покрытия потребления населения банковскими кредитами и другие

<sup>19</sup> Разработка автора.

аналогичные факторы затрудняют факт того, что Центральному банку удастся достигнуть своей цели по изменению денежной массы.

В данном исследовании мы проводим эмпирический анализ влияния денежной массы Центрального банка на инфляцию с использованием модели VAR, в частности, мы анализируем, что в период 2016M1:2020M6 реальная процентная ставка рефинансирования Центрального банка ( $INR_t$ ), реальная денежная масса ( $M2_t$ ), процентная ставка на денежном рынке ( $MMR_t$ ), а также уровень инфляции ( $CPI_t$ ), и с этой целью мы счиаем целесообразным создать модель, демонстрирующую взаимозависимость.

На основе выбранных четырех показателей мы провели тест Augmented Dickey-Fuller Test, и модель Augmented Dickey-Fuller Test была представлена в следующем виде:

$$\Delta R\_M2_t = \alpha_3 + \beta_3 t + \gamma_3 R\_M2_{t-1} + \omega_1 \Delta R\_M2_{t-1} + \dots + \omega_{p-1} \Delta R\_M2_{t-(p-1)} + \eta_t$$

$$\Delta INR_t = \beta_4 + \nu_4 t + \gamma_4 INR_{t-1} + \mu_1 \Delta INR_{t-1} + \dots + \mu_{p-1} \Delta INR_{t-(p-1)} + \upsilon_t$$

$$\Delta RMMMR_t = \beta_1 + \nu_1 t + \gamma_1 RMMMR_{t-1} + \delta_1 \Delta RMMMR_{t-1} + \dots + \delta_{p-1} \Delta RMMMR_{t-(p-1)} + \epsilon_t$$

$$\Delta CPI_t = \beta_2 + \nu_2 t + \gamma_2 CPI_{t-1} + \zeta_1 \Delta CPI_{t-1} + \dots + \zeta_{p-1} \Delta CPI_{t-(p-1)} + \phi_t$$

Здесь,  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$  - постоянная (неизменная) стоимость,  $\nu_1, \nu_2, \nu_3, \nu_4$  - коэффициенты изменения в результате временного тренда.

Для того, чтобы прийти к выводу, имеют ли они стационарный или нестационарный характер, мы проверяем их при помощи модели Augmented Dickey-Fuller Test на наличие единства.

**Таблица 6**

**Результат теста Augmented Dickey-Fuller<sup>20</sup>**

№	Показатели	t-Statistic	Probability	Заключение
1.	LN_RM2	-6.907594	0.0000	I(0)
2.	LN_RINR	-4.126122	0.0020	I(0)
3.	LN_RMMR	-4.120859	0.0020	I(0)
4.	LN_CPI	-4.079226	0.0023	I(0)

Из данных таблицы очевидно, что все выбранные показатели находятся в стационарном состоянии, т.е. они не нестационарны.

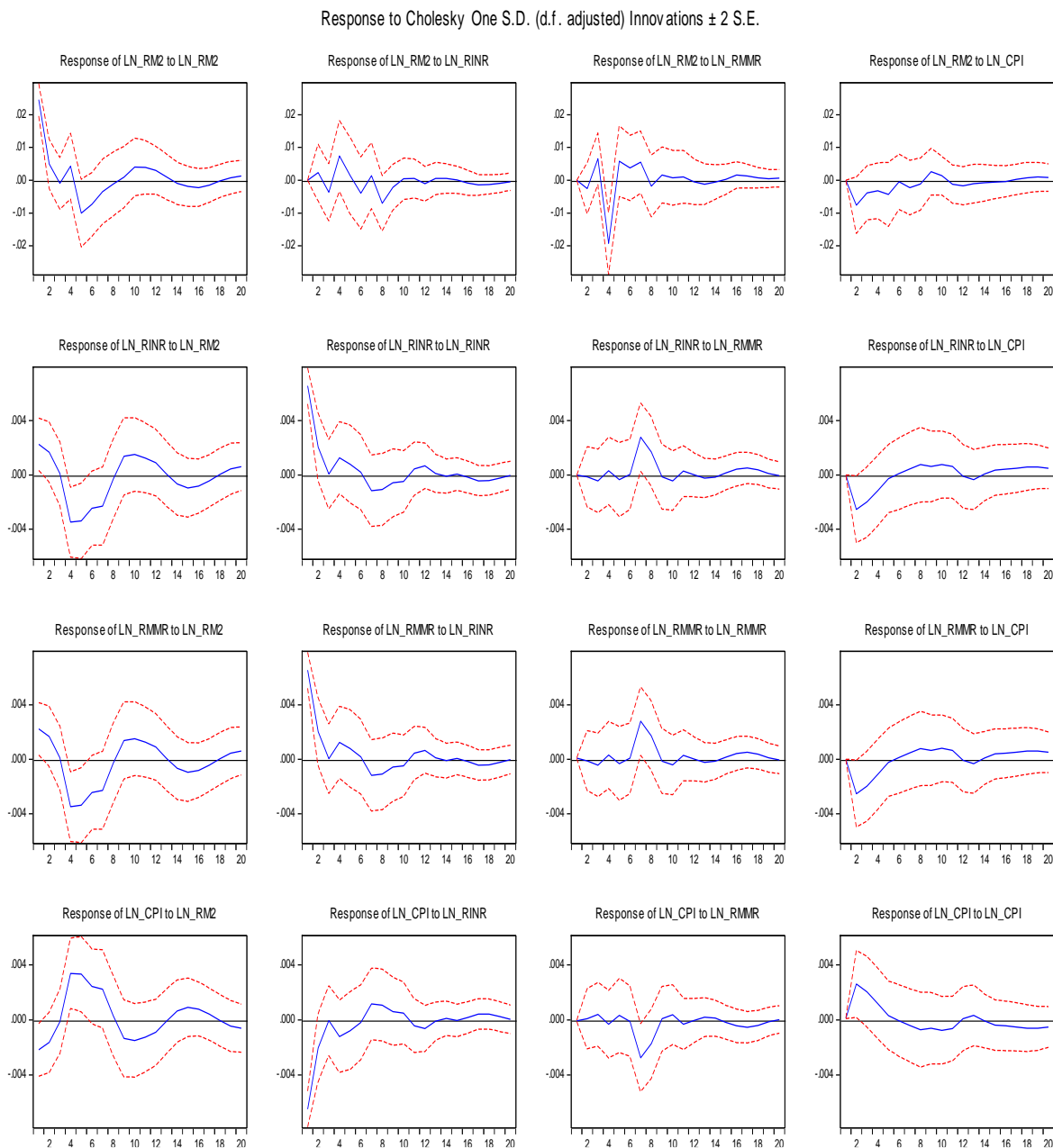
Поскольку все показатели, выбранные для модели, являются стационарными, на основе этих индикаторов применяется VAR-модель. Используя приведенный выше анализ, представляющий корреляцию между выбранными показателями, мы сформировали модель

$$CPI_t = \beta_2 + p_2 e_2 + \sum_{i=1}^4 \nu_i \Delta R M2_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \delta_i CPI_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \gamma_i \Delta R INR_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \zeta_i R M M R_{t-i}$$

<sup>20</sup> Разработка автора.

$$\Delta RMMR_t = \beta_3 + p_3 e_3 + \sum_{i=1}^4 \beta_i \Delta RM2_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \alpha_i CPI_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \gamma_i \Delta RMMR_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \psi_i INR_{t-i}$$

а также приводим и импульс взаимодействия макроэкономических показателей.



**Рисунок 4. Импульсная реакция денежной массы Центрального банка на экономические показатели<sup>21</sup>**

В результате импульсной реакции мы пришли к следующим выводам. В частности:

Влияние денежной массы, предлагаемой Центральным банком, на месячную инфляцию логически связано, и «лаг» между ними составляет 3-4 месяца. В частности, увеличение ежемесячной реальной денежной массы на 1 процент влияет на ежемесячный уровень инфляции через 4 месяца, увеличивая его на 0,4 процента.

<sup>21</sup> Разработка автора.

Показано влияние денежной массы на формирование процентных ставок на денежном рынке: увеличение ежемесячной реальной денежной массы на 1 процент снижает ежемесячную реальную процентную ставку на денежном рынке на - 0,3 процента через 4 месяца. Следует отметить, что хотя в экономической литературе предполагается, что корреляция между данными показателями будет иметь очень краткосрочный эффект, изменения в денежной массе медленно влияют на наш денежный рынок в отличие от развитых стран.

Влияние ставки рефинансирования Центрального банка на инфляцию оказалось слабым. В частности, повышение процентных ставок также увеличивает ежемесячную инфляцию, но общее влияние остается негативным. Это говорит о том, что влияние Центрального банка на инфляцию через процентные ставки недостаточно развито. Таким образом, Центральный банк Узбекистана играет важную роль в сдерживании инфляции в стране, а также в использовании денежной массы при переходе к таргетированию инфляции в краткосрочной перспективе.

Проведение эмпирического анализа с использованием модели SVAR для анализа распространения эффекта ликвидности в экономике через пассивные и активные операции АКБ «Туронбанк» показало наличие влияния на реальный месячный рост объема депозитов АКБ «Туронбанк» ( $Deposit_t$ ), реальный месячный рост кредитов ( $Credit_t$ ), а также наличие взаимосвязи между экзогенными переменными, в частности, месячным реальным ростом ( $CPI_t$ ) и месячным реальным ростом денежной массы ( $MoneyBase_t$ ) в период времени 2017M1:2020M9. При этом была сформирована модель

$$\Delta Deposit_t = \beta_1 + p_1 e_1 + \sum_{i=1}^4 v_i \Delta Deposit_{t-i} + \sum_{i=1}^4 d_i CPI_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \gamma_i \Delta MoneyBase_{t-i}$$

$$\Delta Credit_t = \beta_2 + p_2 e_2 + \sum_{i=1}^4 v_i \Delta Credit_{t-i} + \sum_{i=1}^4 d_i \Delta Deposit_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \gamma_i CPI_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \psi_i \Delta MoneyBase_{t-i}$$

а также представлен импульс влияния экзогенных показателей на пассивные и активные операции АКБ «Туронбанка».

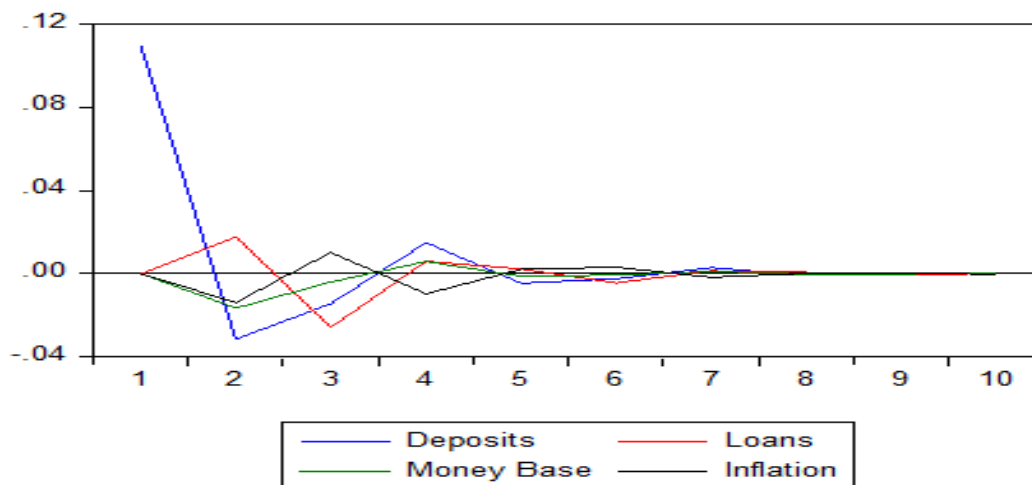


Рисунок 5. Импульсная реакция объема депозитов АКБ «Туронбанк» на экзогенные показатели.<sup>22</sup>

<sup>22</sup> Разработка автора.

На рисунке показана импульсная реакция депозитов АКБ «Туронбанк» на различные показатели. В соответствии с ней, увеличение банковских депозитов за последние 2 месяца привело к снижению в последующие месяцы. Но статистическая значимость этого фактора относительно невысокая. Кроме того, увеличение денежной базы не привело к увеличению депозитов этих банков, а скорее привело к их уменьшению. Другими словами, увеличение денежной базы на 1 процент снижает объем банковских депозитов на 2 процента в первые два месяца. Данная негативная тенденция сохраняется в течение 4 месяцев. В частности, увеличение денежной базы только через 4 месяца приводит к небольшому увеличению банковских депозитов.

Если рассмотреть влияние инфляции в стране на депозиты АКБ «Туронбанк», импульсная реакция банковских депозитов на индекс потребительских цен будет отрицательной. Другими словами, рост инфляции на 1 процент в следующем месяце снизит объем банковских депозитов на 1,8 процента. Однако положительным является влияние инфляции, наблюдавшейся 2 месяца назад, на банковские депозиты.

Переходя к интерпретации взаимодействия показателей, мы сначала рассмотрим импульсную реакцию объема банковских кредитов на экзогенные переменные.

В результате исследования влияния инфляции в экономике Узбекистана на объем кредитов АКБ «Туронбанк» стало очевидно, что рост инфляции положительно влияет на объем банковских кредитов. Другими словами, рост инфляции на 1 процент увеличивает реальный объем кредитов АКБ «Туронбанк» на 2,22 процента. Однако отрицательное влияние данного фактора на эффект ликвидности состоит в том, что это увеличивает объем кредитов под влиянием инфляции, а не за счет банковских депозитов.

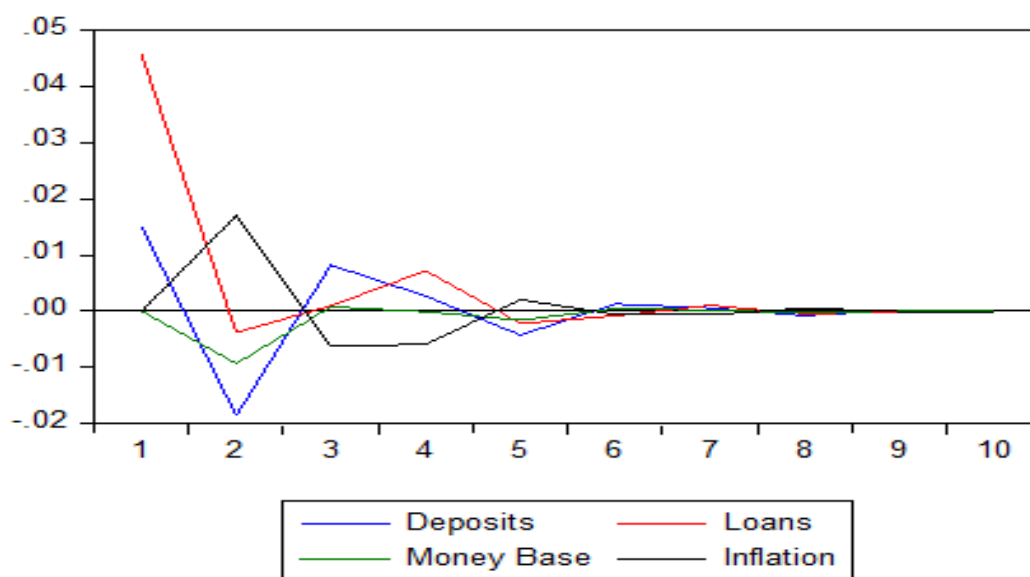


Рисунок 6. Импульсная реакция объема кредитов АКБ «Туронбанк» на эндогенные и экзогенные показатели.<sup>23</sup>

<sup>23</sup> Разработка автора.



Влияние увеличения денежной базы на объем банковских кредитов в целом является незначительным. Иными словами, реальное ежемесячное увеличение денежной базы на 1 процент снижает реальный объем банковских кредитов на -0,02 процента.

Мы приняли объем депозитов АКБ «Туронбанка» как эндогенный фактор, влияющий на объем кредитов, потому что таким образом эффект ликвидности должен распространяться на всю экономику.

Увеличение реальных ежемесячных депозитов АКБ «Туронбанка» на 1 процент снижает реальный ежемесячный объем кредитов этого банка на 0,19 процента. На первый взгляд, имеет место логически неверная ситуация. Но если мы посмотрим на баланс банка, начиная с 2018 года, кредиты, привлеченные от других банков или финансовых учреждений служат ресурсом для кредитов данного банка.

Таким образом, можно сделать вывод, что влияние увеличения денежной массы на пассивные операции АКБ «Туронбанка» является незначительным. Кроме того, рост банковских депозитов не привел к увеличению кредитов. Таким образом, можно сказать, что эффект ликвидности, который должен наблюдаться в результате изменения денежной массы через АКБ «Туронбанк», не проявляется на практике.

В третьей главе диссертации **«Пути совершенствования практики регулирования денежной массы»** выявляются проблемы, связанные с совершенствованием практики регулирования денежной массы в стране, а также представлены разработанные научные предложения и практические рекомендации, направленные на их решение.

Выявлены следующие актуальные вопросы, связанные с совершенствованием практики регулирования денежной массы в стране:

наличие высокого уровня инфляции и девальвации национальной валюты;

наличие большого отрицательного сальдо во внешнеторговом балансе Республики Узбекистан также оказывает сильное давление на номинальный обменный курс национальной валюты (в 2017-2019 годах сальдо внешней торговли республики имело большое отрицательное сальдо);

высокие темпы роста денежной массы (нашей республике в 2015-2019 годах темпы роста денежной массы в стране были высокими, как показателя M2, так и показателя);

высокая ставка рефинансирования Центрального банка и высокие процентные ставки по кредитам коммерческих банков в национальной валюте;

проблемы, связанные с повышением роли денежно-кредитной политики Центрального банка в регулировании денежной массы;

нестабильность депозитной базы коммерческих банков и наличие проблем с несбалансированной ликвидностью в банках;

влияние изменений денежной массы на процентную ставку на денежном рынке обусловлено наличием проблемы задержки;

несущественная роль ставки рефинансирования Центрального банка в сдерживании инфляции;

Центральный банк Узбекистана не разработал политику открытого рынка, и, как следствие, денежная масса не была эффективной.

Для совершенствования практики регулирования денежной массы в Республике Узбекистан разработаны следующие научные предложения и практические рекомендации:

1. С целью совершенствования регулирования денежной массы посредством политики открытого рынка Центрального банка, правительству необходимо сформировать рынок ценных бумаг и обеспечить его непрерывное функционирование. Для этого необходимо, во-первых, устранить два фактора, снижающих инвестиционную привлекательность государственных ценных бумаг, а именно: высокий уровень обесценения национальной валюты и снижение инфляции; во-вторых, необходимо увеличить объем операций РЕПО Центрального банка за счет регулирования выпуска казначейских облигаций и краткосрочных государственных облигаций.

2. Чтобы повысить роль резервной политики Центрального банка в регулировании денежной массы, на основе передового международного опыта необходимо установить ставки обязательных резервов на уровне однозначной цифры и освободить долгосрочные банковские депозиты от обязательных резервных отчислений.

3. Необходимо усилить роль курсовой политики Центрального банка в стимулировании экспорта за счет обеспечения того, чтобы темп девальвации национальной валюты была соизмеримой с темпами девальвации национальных валют основных внешнеторговых партнеров Узбекистана (Россия, Китай, Казахстан, Турция).

4. В целях снижения доли депозитов до востребования в общем объеме депозитов коммерческих банков:

во-первых, стабильный остаток депозитов до востребования следует инвестировать в высоколиквидные ценные бумаги;

во-вторых, необходимо повысить уровень выплачиваемых процентов по срочным депозитам юридических и физических лиц за счет увеличения чистого процентного спреда;

в-третьих, необходимо предотвратить отставание темпов роста срочных депозитов от темпов роста депозитов до востребования;

в-четвертых, необходимо обеспечить нормативный уровень чистой процентной маржи.

5. Целесообразно использовать математическое моделирование для оценки влияния влияния эффекта ликвидности на экономику через коммерческие банки и повышения эффективности управления за счет увеличения денежной массы.

6. В целях решения проблемы несбалансированной ликвидности для обеспечения непрерывности платежей через корреспондентские счета коммерческих банков «Ностро» необходимо принять следующие меры:

на основе самого передового зарубежного опыта, минимум 8,5-10,0 процентов активов коммерческих банков должны формироваться в виде инвестиций в высоколиквидные ценные бумаги;

только стабильный остаток депозитов до востребования должен использоваться как источник финансирования активных операций;

необходимо не допускать превышения срока кредитов над сроком привлеченных ресурсов;

необходимо обеспечить уровень денежных средств на представительском счете банка в национальной валюте «Ностро» в минимум 10 процентов от депозитов до востребования.

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

В результате исследования были сформулированы следующие выводы:

1. Результаты изучения научно-теоретических взглядов экономистов на регулирование денежной массы показали, что Центральный банк может сдерживать инфляцию, регулируя денежную массу, поскольку инфляция не является многофакторным процессом.

2. Анализ моделей денежной массы позволил выявить следующие требования данных моделей, которые имеют практическое значение:

использование денег для покупок приводит к значительной экономии времени человека, что означает, что оптимальное поведение человека, основанное на максимизации индивидуальной функции прибыли, означает выбор между рабочим временем и свободным временем;

при резком росте цен в экономике покупательная способность денег значительно снижается, и в подобных обстоятельствах влияние реальных доходов, реальных процентных ставок и прочих макроэкономических показателей на спрос на деньги становится незначительным. В результате желание и спрос человека на деньги снижаются пропорционально уровню инфляции.

Снижение процентных ставок приводит к уменьшению текущих доходов населения и, как следствие, увеличивает спрос на наличные деньги.

3. Зарубежный опыт совершенствования практики регулирования денежной массы показал, что:

Хотя Федеральный комитет по открытым рынкам ФРС США напрямую не уполномочен устанавливать ставку дисконтирования, он имеет решающее значение при её формировании, поскольку выводы и рекомендации данного Комитета рассматриваются Советом директоров ФРС США, и на этой основе принимается соответствующее решение;

Умеренный годовой уровень инфляции в США в 2015-2019 годах является положительным моментом с точки зрения совершенствования практики регулирования денежной массы;

Тенденция к повышению учетной ставки ФРС в 2015-2018 гг. объясняется необходимостью предотвращения роста инфляции в этот период;

Тот факт, что денежная масса в США имела тенденцию к росту в 2015-2019 годах, не имел инфляционного содержания, поскольку в этот период в США не наблюдалось высокого уровня инфляции;

Тенденция к снижению уровня инфляции в России в 2015-2018 гг. позволила Центральному банку России снизить базовую ставку в этот период;

Тот факт, что в 2016-2019 годах наблюдалась тенденция к увеличению денежной массы в России, не имел инфляционного содержания. Однако тенденция роста денежной массы в России в этот период указывает на низкий уровень развития системы безналичных расчетов и является негативной ситуацией с точки зрения совершенствования регулирования денежной массы.

4. Результаты анализа практики Центрального банка по регулированию денежной массы в стране показали, что:

В 2015-2019 годах в Узбекистане наблюдалась тенденция к увеличению количества денежных агрегатов  $M0$  и  $M2$ , тогда как в этот период доля наличных денег в денежном агрегате  $M2$  была относительно высокой.

Тот факт, что темпы роста денежного агрегата  $M0$  в стране в 2015-2019 годах превышали темпы роста денежного агрегата  $M2$ , свидетельствует о высоком спросе на наличные деньги и является негативной ситуацией в аспекте совершенствования практики регулирования денежной массы.

Высокая инфляция в 2017-2019 годах не позволила Центральному банку Республики Узбекистан снизить ставку рефинансирования. В свою очередь, высокая ставка рефинансирования Центрального банка в анализируемый период привела к повышению процентных ставок по кредитам коммерческих банков.

Практика Центрального банка по сдерживанию инфляции за счет таргетирования роста денежной массы с 2003 по 2017 год была оправданной, а его отказ от таргетирования роста денежной массы в 2017-2020 годах привел к росту инфляции.

5. В результате эмпирического анализа влияния предложения денежной массы Центрального банка на макроэкономические показатели:

Осуществив эмпирический анализ относительно влияния денежной массы Центрального банка на инфляцию и процентные ставки денежного рынка при помощи модели VAR, в период 2016M1:2020M6 была сформирована модель, обозначающая взаимосвязь реальной ставкой рефинансирования Центрального банка ( $INR_t$ ), реальной денежной массы ( $M2_t$ ), процентной ставки на ранке денег ( $MMR_t$ ), а также уровнем инфляции ( $CPI_t$ ).

По его словам, увеличение денежной массы Центрального банка Узбекистана оказывает сильное влияние на инфляцию, а увеличение реальной

денежной массы на 1 процент увеличит ежемесячный уровень инфляции на 0,4 процента за 4 месяца;

Было выявлено, что увеличение реальной денежной массы в Узбекистане на 1 процент снизит реальную процентную ставку на ежемесячном денежном рынке на -0,3 процента через 4 месяца;

Ставка рефинансирования Центрального банка слабо повлияла на инфляцию. В частности, повышение процентных ставок также увеличивает ежемесячную инфляцию, но общее влияние остается негативным.

6. Осуществив эконометрический анализ с использованием модели SVAR для анализа распространения эффекта ликвидности в экономике по пассивным и активным операциям АКБ «Туронбанка», имевшего место в результате увеличения денежной массы, за период 2017M1:2020M9 была сформирована модель, демонстрирующая взаимозависимость между реальным месячным ростом объема депозитов АКБ «Туронбанка» ( $Deposit_t$ ) а также влиянием экзогенных переменных – месячного уровня инфляции ( $CPI_t$ ) и месячного реального роста денежной массы ( $MoneyBase_t$ ) на реальный месячный рост кредитов данного банка ( $Credit_t$ ).

В соответствии с данным анализом, увеличение денежной базы Центрального банка на 1 процент снижает объем банковских депозитов на 2 процента за первые 2 месяца. Эта негативная тенденция сохраняется в течение 4 месяцев. В частности, увеличение денежной базы только через 4 месяца приводит к незначительному увеличению банковских депозитов;

увеличение ежемесячной инфляции на 1 процент привело к сокращению объема банковских депозитов на 1,8 процента в течение следующего месяца. Однако влияние инфляции на банковские депозиты, которое имело место 2 месяца назад, носит положительный характер;

увеличение месячной инфляции на 1 процент увеличивает реальный объем кредитов АКБ «Туронбанк» на 2,22 процента. Однако отрицательное влияние этого фактора на эффект ликвидности состоит объем кредитов увеличивается под влиянием инфляции, а не за счет банковских депозитов;

влияние увеличения денежной базы на объем банковских кредитов в целом имеет незначительный характер. Другими словами, реальное ежемесячное увеличение денежной базы на 1 процент снижает реальный объем банковских кредитов на -0,02 процента;

АКБ «Туронбанк» принял объем вкладов как эндогенный фактор, влияющий на объем кредитов, потому что эффект ликвидности должен распространяться таким образом на всю экономику. Увеличение реальных ежемесячных депозитов АКБ «Туронбанк» на 1 процент снижает реальный ежемесячный объем кредитов этого банка на -0,19 процента. На первый взгляд, здесь имеет место логически неверная ситуация. Но если мы посмотрим на баланс банка, начиная с 2018 года, кредиты, полученные из других банков или финансовых учреждений служат ресурсом для кредитов.

7. В результате мер по борьбе с пандемией коронавируса возрастает и вероятность дальнейшего увеличения дефицита государственного бюджета Узбекистана. Это связано с тем, что из государственного бюджета финансируется часть затрат, связанных с устранением последствий пандемии коронавируса, и для бизнеса предоставляются налоговые каникулы.

**SCIENTIFIC COUNCIL № DSc.03/10.12.2019.I.16.01  
ON AWARD OF SCIENTIFIC DEGREES AT  
TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS**  

---

**TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS**

**KURBONBEKOVA MOKHICHEKHRA TUROBJONOVNA**

**IMPROVING THE PRACTICE OF REGULATING THE  
MONEY SUPPLY IN THE REPUBLIC OF UZBEKISTAN**

**08.00.07 – Finance, money circulation and credit**

**ABSTRACT**  
**of the dissertation of the doctor of philosophy (PhD) on economic sciences**

**Tashkent – 2020**

**The theme of dissertation of the Doctor of Philosophy (PhD) on economic sciences was registered under number B2018.3.PhD/Iqt717 at the Supreme Attestation Commission at the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan.**

Dissertation has been prepared at the Tashkent State University of Economics.

The abstract of dissertation is posted in three languages (Uzbek, Russian and English) on the website of Scientific council (www.tsue.uz) and on The Information and educational portal «ZiyoNet» (www.ziynet.uz).

**Scientific supervisor:**

**Khodiyev Bakhodir Yunusovich**  
Doctor of Economics, Professor

**Official opponents:**

**Omonov Akrom Abdinazrovich**  
Doctor of Economics Sciences, Professor

**Mustafaqulov Sherzod Igamberdiyevich**  
Doctor of Economics Sciences, Professor

**Leading organization:**

**The academy of Public Administration  
under the President of the Republic of Uzbekistan**

The defense of the dissertation will take place on \_\_\_\_\_ «\_\_\_», 2021 at \_\_\_ at the meeting of Scientific council No. DSc.03/10.12.2019.I.16.01 at the Tashkent State University of Economics. Address: 100003, Tashkent city, Islom Karimov st., 49. tel: (99871) 239-28-72, fax: (99871) 239-01-49, (99871) 239-43-51. e-mail: tdiu@tdiu.uz.

The dissertation can be reviewed at the Information resource center of the Tashkent State University of Economics (registered under number \_\_\_\_). Address: 49, Islom Karimov st., Tashkent 100003. Tel: (71) 239-28-72.

The abstract of dissertation is distributed on «\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2020.

(Registry record No \_\_\_\_ on «\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2020).

**N.H. Jumaev**

Chairman of the Scientific council for  
awarding scientific degrees, Doctor of  
Economics Sciences, Professor

**U.V. Gafurov**

Scientific secretary of the Scientific council  
for awarding scientific degrees, Doctor of  
Economics Sciences, Professor

**S.K. Khudoykulov**

Chairman of the scientific seminar under the  
Scientific council for awarding scientific  
degrees, Doctor of Economics Sciences,  
Professor



## **INTRODUCTION (abstract of the thesis of the Doctor of Philosophy (PhD))**

**The aim of the research** is to develop scientific proposals and practical recommendations aimed at improving the practice of regulating the money supply of the Central Bank of the Republic of Uzbekistan.

**The tasks of the research work are:**

comparative and critical analysis of scientific and theoretical views on the regulation of the money supply and the formation of conclusions that serve to assess their practical significance;

analysis of models of money supply regulation;

study and generalization of advanced foreign experience in the practice of regulating the money supply;

analysis of the practice of regulating the money supply of the Central Bank of the Republic of Uzbekistan and identification of modern trends;

determination of the impulse response of money supply of the Central Bank of Uzbekistan to economic indicators;

empirical analysis of the influence of the liquidity effect on the activities of commercial banks;

identifying problems related to improving the regulation of the money supply and developing scientific proposals and practical recommendations aimed at solving them.

**The object of research** is the practice of regulating the money supply by the Central Bank of the Republic of Uzbekistan.

**The subject of the research** is financial relations arising in the process of regulating the money supply.

**The scientific novelty of the research work** comprised of following:

The expediency of the formation of the government securities market and ensuring its uninterrupted functioning, as well as an increase in the volume of REPO operations of the Central Bank was substantiated;

in order to enhance the role of the Central Bank's required reserves policy in regulating the money supply, the necessity was substantiated that, on the basis of international experience, the rate on required reserves should be set as a single-digit number, and that long-term deposits of banks were exempted from mandatory reserve contributions;

the proposal was substantiated to increase the level of current liquidity by increasing the share of highly liquid assets in the bank's assets;

ensuring a stable level of the net interest spread not lower than the normative indicator, a proposal was made to reduce the share of transactional deposits in the volume of gross deposits based on the use of a stable balance of transactional deposits as a resource, as well as an increase in interest rates for term deposits.

**Implementation of research results.** The following scientific proposals and practical recommendations obtained as a result of the study were put into practice:

the proposal for the formation of the government securities market and ensuring its smooth functioning, as well as increasing the volume of REPO transactions of the Central Bank was introduced into the practice of the Central Bank of the Republic of

Uzbekistan (reference No. 08-12 / 638 of the Central Bank of the Republic of Uzbekistan dated August 24, 2020). As a result of the implementation of this proposal, in January 2020, the Central Bank began issuing bonds in order to effectively regulate the liquidity of the banking system. In addition, the Central Bank is improving monetary policy instruments as part of the transition to inflation targeting. In particular, from February 24, 2020, REPO operations with government securities were launched.

in order to enhance the role of the Central Bank's required reserves policy in regulating the money supply, the proposal that, on the basis of international experience, the rate on mandatory reserves was set as a single-digit number, and long-term deposits of banks were exempted from mandatory reserves, was introduced into the practice of the Central Bank of the Republic Uzbekistan (certificate No. 08-12 / 638 of the Central Bank of the Republic of Uzbekistan dated August 24, 2020). As a result of the implementation of this proposal, from October 1, 2018, the required reserves will be formed only in the national currency; unified reserve requirements for deposits of legal entities and individuals; the required reserve ratio for deposits in national currency was set at the single-digit level (4 percent).

the proposal to increase the level of current liquidity by increasing the share of highly liquid assets in the bank's assets was introduced into the practice of the Joint-Stock Commercial Bank of the Republic of Uzbekistan «Turonbank» (certificate of JSCB «Turonbank» No. 11 / 04-399 dated October 16, 2020). As a result of the implementation of this proposal, the current liquidity ratio of JSCB Turonbank in 2019 increased by 0.36 points compared to 2018.

ensuring a stable level of net interest spread not lower than the normative indicator, the proposal to reduce the share of transactional deposits in the volume of gross deposits based on the use of a stable balance of transactional deposits as a resource, as well as increasing interest rates of term deposits was introduced into the practice of the Joint-Stock Commercial Bank of the Republic of Uzbekistan "Turonbank» (certificate of JSCB «Turonbank « No. 11 / 04-399 dated October 16, 2020). As a result of the implementation of this proposal in 2019, the share of transactional deposits in the total volume of deposits of JSCB «Turonbank» decreased by 10.6 percentage points compared to 2018.

**Structure and volume of the dissertation.** The structure of the dissertation consists of an introduction, three main chapters, conclusion, a list of used literature and applications. The volume of the dissertation is 136 pages.

**ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ**  
**СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ**  
**LIST OF PUBLISHED WORKS**

**I бўлим (I часть, I part)**

1. Курбонбекова М.Т. Пуллар таклифини тартибга солиш бўйича илғор хориж таржибаси ва ундан Ўзбекистон амалиётида фойдаланиш имкониятлари. «Молия» илмий журнали. № 3, май-июнь, 2018 йил, 51-56 б(08.00.00;№13).

2. Курбонбекова М.Т. Мамлакатимиизда пул таклифини тартибга солишни такомиллаштириш. // «Молия ва Банк иши" электрон илмий журнал ISSN 2181-8495 № 3, 2019 йил. 33-37 б(08.00.00;№13).

3. Kurbonbekova M.T. Scientific and theoretical bases of formation of money mass. // International scientific journal «Theoretical & Applied science» registered in France, and indexed more than 45 international scientific bases Philadelphia, USA №09(65) 2018. 335-342 б(GIF-0,04).

4. Курбонбекова М.Т. Актуальные вопросы регулирования предложения денег в современных условиях развития экономики. Узбекистана «Экономика и предпринимательство» № 11(100) 2018 г. 48663 Журнал включен в Перечень ВАКа РФ

5. Курбонбекова М.Т Пул массасининг таркиби ва динамикаси таҳлили. // Ўзбекистон Республикаси Олий ва Ўрта махсус таълим вазирлиги Тошкент давлат Иқтисодиёт университети. Ўзбекистон молия бозорини ривожлантириш да инвестиция фондларининг жозибадорлигини ошириш, 2020 йил 29 апрел.

6. Курбонбекова М.Т. Пуллар таклифини тартибга солиш инструментларидан фойдаланиш амалиёти. // «Бухоро вилоятини инновацион ривожлантириш: муаммо ва ечимлар мавзусидаги республика илмий-амалий анжумани материаллари 2020 йил.

7. Курбонбекова М.Т. Пуллар таклифини тартибга солишнинг амалдаги ҳолати. // Scientific and international conference Integration into the world and connection of sciences. Azarbajon. 2020. 19-21б.

8. Курбонбекова М.Т. Пуллар таклифини тартибга солиш амалиётини такомиллаштириш борасидаги хориж тажрибаси ва ундан Ўзбекистон амалиётида фойдаланиш имкониятлари. // International scientific and practical online conference Integration into the world and connection of sciences, Rossiya Federatsiyasi 2020. 72-74 б.

**II бўлим (II часть; part II)**

9. Курбонбекова М.Т Ўзбекистонда пул таклифини тартибга солишда Марказий банк пул-кредит сиёсатининг роли. // «Молия» илмий журнали. № 6, ноябрь-декабрь, 2019 йил.

10. Курбонбекова М.Т. Пул таклифини тартибга солишнинг илмий-назарий асослари ва амалий аҳамияти. "Ўзбекистон молия ва ҳисоб" илмий электрон журнал, № 1, февраль, 2018 йил.

11. Курбонбекова М.Т. Ўзбекистонда инфляцияни тартибга солишда Марказий банк қайта молиялаш ставкасининг моҳияти ва аҳамияти. // *Biznes-Eksport* №3 (87), 2015 йил.

12. Курбонбекова М.Т. Инфляция моҳияти ва турларининг ўзига ҳос хусусиятлари. // «Иқтисодиёт ва таълим» илмий журнали. 5-сон 2013 йил.

13. Курбонбекова М.Т. Инфляциянинг моҳияти ва уни юзага чиқиш омилларининг ўзига ҳос хусусиятлари. // *Biznes-Eksport* №9 (69), 2013 йил.

14. Курбонбекова М.Т. Мева-сабзавот маҳсулотларининг рақобатбардошлигини ошириш орқали мамлакат экспорт салоҳиятини мустаҳкамлашнинг долзарб масалалари. // Ўзбекистон Республикаси Олий ва Ўрта махсус таълим вазирлиги Тошкент давлат Иқтисодиёт университети «Иқтисодиёт» факултети «Саноат иқтисодиёти» кафедраси «Қишлоқ хўжалиги маҳсулотлари рақобатбардошлигини оширишда Халқаро стандартларни жорий этиш: Муаммо ва ечимлар» мавзусидаги республика илмий-амалий анжумани 2018 йил 18 декабрь.

15. Курбонбекова М.Т. Марказий банк монетар сиёсатининг иқтисодиётини модернизация қилишдаги ўрни. // Иқтисодиётни модернизациялаш шароитида банк-молия тизимида инновацион хизматларни ривожлантириш мавзусидаги республика илмий-амалий анжумани 2015 йил.

Автореферат Тошкент давлат иқтисодиёт университети Таҳрият бўлимида  
таҳрирдан ўтказилди (21.12.2020 йил).

Босишга рухсат этилди: 24.12.2020 йил.  
Бичими 60x84 <sup>1</sup>/<sub>16</sub>, «Times New Roman»  
гарнитурда рақамли босма усулида босилди.  
Шартли босма табағи 4. Адади: 60. Буюртма: № 169.

Ўзбекистон Республикаси ИИВ Академияси,  
100197, Тошкент, Интизор кўчаси, 68.

«АКАДЕМИЯ НОШИРЛИК МАРКАЗИ»  
Давлат унитар корхонасида чоп этилди.