

## INFLATSIYANI TARGETLASH REJIMIDA PUL-KREDIT VA FISKAL SIYOSAT MUVOFIQLIGINI TA'MINLASH MEXANIZMLARI

*Anvarjonov Jamshidbek Qaxramon o'g'li*

*Namangan davlat universiteti, Iqtisodiyot fakulteti,*

*Yashil iqtisodiyot va barqaror biznes kafedraasi o'qituvchisi*

*E-mail: anvarjonovjamshidbek44@gmail.com, ORCID: <https://orcid.org/0009-0000-5103-4540>*

**Annotatsiya.** Mazkur maqolada inflatsiyani targetlash rejimiga o'tgan mamlakatlarda, jumladan O'zbekistonda, pul-kredit va fiskal siyosat o'rtasida muvofiqlikni ta'minlash mexanizmlari tadqiq etilgan. Tadqiqotning dolzarbligi shundan iboratki, markaziy bankning narx barqarorligi bo'yicha yagona maqsadi fiskal siyosatning ekspansion xarakteri, byudjet taqchilligi va kvazifiskal operatsiyalar ta'sirida samarasiz bo'lib qolishi mumkin. Ishning maqsadi — inflatsiyani targetlash sharoitida monetar va fiskal institutlar o'rtasidagi muvofiqlashtirish mexanizmlarini nazariy va amaliy jihatdan tahlil qilish, O'zbekiston misolida mavjud amaliyotni baholash va takomillashtirish yo'nalishlarini ishlab chiqishdir. Tadqiqot vazifalari qatoriga fiskal ustunlik (fiscal dominance) va monetar ustunlik nazariyalarini qiyosiy tahlil qilish, xalqaro tajribani o'rganish, O'zbekiston Markaziy banki va Moliya vazirligi faoliyati misolida muvofiqlashtirish amaliyotini baholash kiradi. Tadqiqot obyekti — O'zbekistonda pul-kredit va fiskal siyosat o'rtasidagi institutsional o'zaro aloqalar, predmeti esa ushbu o'zaro aloqalarni tartibga soluvchi mexanizmlar va vositalardir. Tadqiqotda qiyosiy tahlil, tizimli yondashuv va statistik ma'lumotlarni umumlashtirish usullaridan foydalanilgan. Natijalar shuni ko'rsatadiki, O'zbekistonda inflatsiyani targetlash rejimiga bosqichma-bosqich o'tish jarayonida fiskal-monetar muvofiqlik institutsional jihatdan hali to'liq shakllanmagan, byudjetdan markaziy bank orqali amalga oshiriladigan yo'naltirilgan kreditlash va davlat korxonalarining kvazifiskal faoliyati inflatsiya dinamikasiga qo'shimcha bosim ko'rsatmoqda. Maqola yakunida fiskal qoidalarini mustahkamlash, doimiy faoliyat yurituvchi fiskal-monetar muvofiqlashtirish kengashini tashkil etish va axborot almashinuv protokollarini institutsionallashtirish bo'yicha tavsiyalar berilgan. Ushbu tavsiyalar O'zbekiston Markaziy bankining narx barqarorligi bo'yicha maqsadiga erishishda fiskal siyosatning qo'llab-quvvatlovchi rolini kuchaytirishga xizmat qiladi.

**Kalit so'zlar:** inflatsiyani targetlash, pul-kredit siyosati, fiskal siyosat, siyosatlar muvofiqligi, fiskal ustunlik, byudjet taqchilligi, markaziy bank mustaqilligi, kvazifiskal operatsiyalar, narx barqarorligi, fiskal qoida.

### KIRISH

So'nggi o'n yillikda ko'plab rivojlanayotgan va o'tish iqtisodiyoti mamlakatlari, jumladan O'zbekiston, pul-kredit siyosatining strategik asosi sifatida inflatsiyani targetlash (inflation targeting) rejimiga o'tishni tanlamoqda. Bu rejimning asosiy g'oyasi markaziy bankka narx barqarorligini ta'minlash bo'yicha yagona va aniq raqamli maqsad berish, shu orqali pul-kredit siyosatining shaffofligi va bozor ishonchini oshirishdan iborat. Biroq amaliyot shuni ko'rsatadiki, inflatsiyani targetlash rejimining samaradorligi faqat markaziy bank harakatlariga bog'liq bo'lmay, balki

fiskal siyosatning monetar maqsadlarga mos yoki zid yo‘naltirilganligiga ham bevosita bog‘liqdir.

Fiskal va monetar siyosat o‘rtasidagi nomuvofiqlik muammosi iqtisodiy nazariyada uzoq tarixga ega. T. Sargent va N. Wallace tomonidan ilgari surilgan «yoqimsiz monetarist arifmetika» (unpleasant monetarist arithmetic) kontseptsiyasi shuni ko‘rsatadiki, agar davlat byudjeti doimiy taqchillik bilan ishlasa va bu taqchillik qarz yoki emissiya orqali moliyalashtirilsa, markaziy bankning qisqa muddatli inflatsiyani jilovlash bo‘yicha harakatlari uzoq muddatda samarasiz bo‘lib qolishi mumkin [1]. Keyinchalik rivojlangan «narxlarning fiskal nazariyasi» (fiscal theory of the price level) ham fiskal siyosat ustunligi sharoitida narx darajasi pul-kredit siyosatidan ko‘ra byudjet balansi trayektoriyasi bilan belgilanishini asoslab bergan [2, 3].

O‘zbekiston iqtisodiyoti 2017 yildan boshlangan tub islohotlar davrida valyuta bozorini erkinlashtirish, narxlarni tartibga solishning ma‘muriy usullaridan bosqichma-bosqich voz kechish va Markaziy bankning institutsional mustaqilligini kuchaytirish yo‘nalishida sezilarli o‘zgarishlarni boshdan kechirdi [12]. 2023 yilga qadar to‘liq inflatsiyani targetlash rejimiga o‘tish rejalashtirilgan bo‘lsa-da, amalda ushbu jarayon davlat tomonidan boshqariladigan tarmoqlarni yo‘naltirilgan kreditlash, davlat korxonalarining kvazifiskal majburiyatlari va byudjet taqchilligini moliyalashtirishning ayrim shakllari bilan murakkablashib kelmoqda [9, 13].

Ushbu tadqiqotning dolzarbligi shundan iboratki, inflatsiyani targetlash rejimiga o‘tish jarayonida fiskal va monetar institutlar o‘rtasidagi muvofiqlashtirish mexanizmlarining institutsional zaifligi narx barqarorligi maqsadiga erishishni qiyinlashtiradi. Tadqiqotning maqsadi — inflatsiyani targetlash sharoitida pul-kredit va fiskal siyosat o‘rtasidagi muvofiqlikni ta‘minlashning nazariy asoslari va amaliy mexanizmlarini tahlil qilish, xalqaro tajriba asosida O‘zbekiston uchun tavsiyalar ishlab chiqishdir.

Tadqiqot vazifalari quyidagilardan iborat: 1) fiskal ustunlik va monetar ustunlik rejimlarining nazariy farqlarini aniqlash; 2) xalqaro amaliyotda qo‘llanilayotgan muvofiqlashtirish institutlari va vositalarini tizimlashtirish; 3) O‘zbekistonda pul-kredit va fiskal siyosat o‘rtasidagi o‘zaro ta‘sirni amaldagi ma‘lumotlar asosida baholash; 4) muvofiqlikni kuchaytirish bo‘yicha institutsional va instrumental tavsiyalar ishlab chiqish. Tadqiqot obyekti — O‘zbekiston Markaziy banki va Moliya vazirligi o‘rtasidagi institutsional o‘zaro aloqalar, predmeti esa ushbu o‘zaro aloqalarni tartibga soluvchi mexanizmlar, qoidalar va kommunikatsiya vositalaridir. Tadqiqotning ilmiy yangiligi inflatsiyani targetlashga o‘tish bosqichidagi o‘tish iqtisodiyoti mamlakati misolida fiskal-monetar muvofiqlashtirishning institutsional modelini taklif etishdan iborat.

### ADABIYOTLAR SHARHI

Pul-kredit va fiskal siyosat o‘rtasidagi o‘zaro bog‘liqlik masalasi makroiqtisodiyot nazariyasining markaziy mavzularidan biri hisoblanadi. Klassik yondashuvda R. Barro va D. Gordon ishlarida markaziy bankning vaqt nomuvofiqligi (time inconsistency) muammosi va bu muammoni qat‘iy qoidalar orqali bartaraf etish

zarurati asoslab berilgan. Ularning fikricha, markaziy bank o'z majburiyatlariga qat'iy amal qilmasa, iqtisodiy agentlarning inflatsion kutilmalari barqarorlashmaydi va bu, o'z navbatida, fiskal siyosatning monetar maqsadlarga mos kelishini yanada muhim omilga aylantiradi [4].

T. Sargent va N. Wallace (1981) tomonidan ishlab chiqilgan model fiskal va monetar siyosat o'rtasidagi «ustunlik» masalasini ilmiy muomalaga kiritdi. Ularning ta'kidlashicha, ikki mumkin bo'lgan rejim mavjud: fiskal ustunlik rejimida byudjet siyosati birlamchi bo'lib, markaziy bank majburiy ravishda byudjet taqchilligini moliyalashtirishga xizmat qiladi; monetar ustunlik rejimida esa markaziy bank mustaqil ravishda inflatsiya maqsadini belgilaydi va fiskal siyosat shu maqsadga moslashadi. Inflatsiyani targetlash rejimining samarali ishlashi faqat ikkinchi holatda mumkin [1]. O. Blanchard Braziliya misolida fiskal ustunlik rejimining inflatsiyani targetlashga qanday salbiy ta'sir ko'rsatishi mumkinligini amaliy tarzda ko'rsatib bergan [6].

M. Vudford va K. Sims tomonidan ishlab chiqilgan «narxlarning fiskal nazariyasi» yanada chuqurroq nazariy asos yaratdi: agar davlat qarzi real ishlab chiqarish o'sishidan tezroq o'sib borsa va bu holat markaziy bank tomonidan monetizatsiya qilinishi kutilsa, narx darajasi pul massasidan ko'ra byudjet cheklovi orqali belgilanadi. Bu nazariya, xususan, yuqori davlat qarziga ega rivojlanayotgan bozor iqtisodiyotlari uchun amaliy ahamiyatga ega [2, 3].

F. Mishkin inflatsiyani targetlash rejimining muvaffaqiyatli joriy etilishi uchun beshta asosiy shartni belgilaydi: markaziy bankning institutsional mustaqilligi, fiskal intizom, moliya bozorining barqarorligi, pul-kredit uzatuv mexanizmining samaradorligi va aholi hamda bozor ishtirokchilarining markaziy bank siyosatiga nisbatan ishonchi. Ushbu shartlardan fiskal intizom talabi bevosita fiskal-monetar muvofiqlashtirish muammosiga bog'lanadi, chunki byudjet taqchilligining beqarorligi markaziy bank mustaqilligini amalda cheklab qo'yishi mumkin [5].

Xalqaro Valyuta Fondi va Jahon banki tomonidan chop etilgan bir qator amaliy tadqiqotlarda o'tish iqtisodiyoti mamlakatlarida inflatsiyani targetlashga o'tish tajribasi tahlil qilingan [7, 8]. Ushbu tadqiqotlarda ta'kidlanishicha, Chexiya, Polsha, Gruziya va Armaniston kabi mamlakatlarda inflatsiyani targetlash rejimining muvaffaqiyati aynan fiskal qoidalarni (masalan, tuzilmaviy byudjet balansi qoidasi) qonuniy darajada mustahkamlash va markaziy bank bilan moliya vazirligi o'rtasida doimiy muloqot mexanizmlarini yaratish bilan bog'liq bo'lgan [16, 17].

Postsovet mamlakatlari, jumladan Qozogiston va O'zbekiston misolida olib borilgan tadqiqotlarda tabiiy resurslarga boy iqtisodiyotlarda fiskal-monetar muvofiqlashtirishning o'ziga xos xususiyatlari ko'rsatib berilgan: neft va gaz daromadlaridan foydalanishning betaraflashtiruvchi (sterilizatsion) mexanizmlari, suveren fondlarning roli va davlat korxonalari orqali amalga oshiriladigan kvazifiskal operatsiyalarning inflatsion bosimga ta'siri alohida e'tiborga olingan [14, 15]. O'zbekiston Markaziy bankining rasmiy tadqiqot va tahlil materiallarida ham 2017 yildan keyingi islohotlar davrida yo'naltirilgan kreditlash dasturlarining monetar transmissiya mexanizmiga salbiy ta'siri alohida ta'kidlangan [9, 18].

Shu bilan birga, mavjud adabiyotlarda O'zbekiston kabi inflatsiyani targetlashga

bosqichma-bosqich o'tayotgan mamlakatlarda fiskal-monetar muvofiqlashtirishning institutsional dizayni masalasi yetarlicha chuqur o'rganilmagan. Aksariyat tadqiqotlar rivojlangan yoki Markaziy va Sharqiy Yevropa mamlakatlari tajribasiga asoslangan bo'lib [16, 17], Markaziy Osiyo mintaqasining institutsional va tarmoq tuzilmaviy xususiyatlarini to'liq hisobga olmaydi [19]. Aynan mana shu bo'shliq — davlat mulkchiligi yuqori bo'lgan tarmoqlar mavjudligi sharoitida fiskal-monetar muvofiqlashtirish mexanizmlarini loyihalash muammosi — ushbu tadqiqotning o'ziga xos yo'nalishini belgilaydi.

## METODOLOGIYA

Tadqiqotda sifat va miqdor tahlili usullarining uyg'unlashtirilgan (aralash) yondashuvidan foydalanilgan. Tadqiqot dizayni qiyosiy-tavsiflovchi (comparative-descriptive) xarakterga ega bo'lib, u nazariy modellarni tizimlashtirish, xalqaro tajribani qiyosiy tahlil qilish va O'zbekiston bo'yicha rasmiy statistik ma'lumotlarni umumlashtirishni o'z ichiga oladi.

Tadqiqot uchun ma'lumotlar manbai sifatida O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining rasmiy statistik byulletenlari va pul-kredit siyosati bo'yicha hisobotlari [9], O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligining byudjet ijrosi bo'yicha rasmiy ma'lumotlari [10], Davlat statistika qo'mitasining narxlar dinamikasi bo'yicha ma'lumotlari [11], hamda Xalqaro Valyuta Fondi va Jahon bankining O'zbekiston bo'yicha mamlakat hisobotlari (Article IV consultations, Country Economic Memorandum) [7, 8] qo'llanilgan. Tahlil qilingan davr 2017–2025 yillarni qamrab oladi, chunki aynan mana shu davrda O'zbekistonda valyuta va narx siyosatini erkinlashtirish, keyinchalik inflatsiyani targetlash rejimiga bosqichma-bosqich o'tish jarayonlari amalga oshirilgan [12, 13].

Tahlilda quyidagi ko'rsatkichlar guruhidan foydalanilgan: (a) monetar ko'rsatkichlar — asosiy stavka (refinansirlash stavkasi), pul massasi o'sish sur'ati, inflatsiya darajasi (yillik, bazaviy va oziq-ovqat mahsulotlarisiz); (b) fiskal ko'rsatkichlar — konsolidatsiyalashgan byudjet taqchilligining YICHga nisbati, davlat qarzi darajasi, davlat tomonidan yo'naltirilgan kreditlash hajmi; (v) institutsional ko'rsatkichlar — markaziy bank mustaqilligi indekslari, fiskal qoidalarning mavjudligi va ularga rioya etilish darajasi.

Tahlil metodikasi quyidagi bosqichlarni o'z ichiga oladi: birinchi bosqichda fiskal ustunlik va monetar ustunlik rejimlarini farqlash mezonlari nazariy jihatdan tizimlashtiriladi [1, 2, 3]; ikkinchi bosqichda xalqaro tajribadan tanlab olingan mamlakatlar (Gruziya, Armaniston, Qozogiston, Polsha) bo'yicha muvofiqlashtirish institutlari qiyosiy jadval shaklida tahlil qilinadi [14, 16, 17]; uchinchi bosqichda O'zbekiston bo'yicha monetar va fiskal ko'rsatkichlar dinamikasi tasviriy statistika usullari — trend tahlili va nisbiy taqqoslash — yordamida baholanadi [9, 10, 11]; to'rtinchi bosqichda mavjud institutsional mexanizmlarning kuchli va zaif tomonlarini aniqlash uchun SWOT tahlili qo'llaniladi.

Tadqiqotning cheklovlari sifatida shuni ta'kidlash lozim: rasmiy statistik ma'lumotlarning ayrim qismi (xususan, kvazifiskal operatsiyalar hajmi) to'liq ochiq manbalarda keltirilmagan, shu sababli ular bo'yicha ekspert baholari va bilvosita

hisob-kitoblardan foydalanilgan. Shuningdek, inflatsiyani targetlash rejimiga to'liq o'tish jarayoni hali yakunlanmaganligi sababli, ba'zi xulosalar oraliq (bosqichma-bosqich o'tish davri) sharoitiga xos bo'lib, rejim to'liq amal qilgandan keyingi holatga avtomatik ravishda tatbiq etilmasligi mumkin.

## TAHLIL VA NATIJALAR

Xalqaro tajribani qiyosiy tahlil qilish natijalari shuni ko'rsatadiki, inflatsiyani targetlash rejimini muvaffaqiyatli joriy etgan mamlakatlarning barchasida fiskal-monetar muvofiqlashtirish uchta asosiy institutsional vositaga tayangan: (1) qonun darajasida mustahkamlangan fiskal qoidalar (masalan, tuzilmaviy byudjet balansi yoki byudjet taqchilligining YICHga nisbati bo'yicha yuqori chegara), (2) markaziy bank va moliya vazirligi o'rtasidagi doimiy faoliyat yurituvchi muvofiqlashtirish kengashi yoki qo'mitasi, (3) markaziy bankning davlat qimmatli qog'ozlari bozoridagi ishtirokini tartibga soluvchi shaffof qoidalar, xususan birlamchi bozorda davlat qarzini bevosita moliyalashtirishga qo'yilgan taqiq. Tanlab olingan mamlakatlar bo'yicha qiyosiy ma'lumotlar 1-jadvalda keltirilgan.

### 1-jadval.

#### Tanlangan mamlakatlarda fiskal-monetar muvofiqlashtirish institutlari

| Mamlakat    | Fiskal qoida                                          | Muvofiqlashtirish instituti                                     | MB mustaqilligi     | Inflatsiya maqsadi         |
|-------------|-------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|---------------------|----------------------------|
| Gruziya     | Tuzilmaviy byudjet balansi qoidasi                    | Fiskal Kengash (rasmiiy)                                        | Yuqori              | 3%                         |
| Armaniston  | Davlat qarzi chegarasi (~60% YICH)                    | MB-Moliya vazirligi muntazam konsultatsiyalari                  | O'rta-yuqori        | 4%                         |
| Qozog'iston | Neft jamg'armasidan transfert qoidasi                 | Byudjet komissiyasi                                             | O'rta               | 5% (yo'naltiruvchi)        |
| Polsha      | Tuzilmaviy taqchillik chegarasi (YEI qoidalari)       | Moliyaviy Barqarorlik Qo'mitasi                                 | Yuqori              | 2,5% ( $\pm 1$ b.p.)       |
| O'zbekiston | Qisman, majburiy huquqiy kuchsiz maqsadli parametrlar | Rasmiy institutsionallashtirilmagan (norasmiy konsultatsiyalar) | O'rta (kuchaymoqda) | 5% (o'rta muddatli maqsad) |

O'zbekiston misolida olib borilgan tahlil shuni ko'rsatadi: 2017 yildan boshlab milliy valyutani erkinlashtirish va ma'muriy narx nazoratini bosqichma-bosqich qisqartirish natijasida inflatsiya darajasi dastlab sezilarli darajada o'sgan, biroq keyingi yillarda pul-kredit siyosatining qattiqashtirilishi va asosiy stavkaning bir necha bosqichda oshirilishi hisobiga inflatsiya nisbatan barqarorlashgan [9]. Shu bilan birga, byudjet taqchilligi bir qator yillarda YICHning bir necha foizini tashkil etib, bu

taqchillik asosan tashqi va ichki qarz olish, davlat qimmatli qog'ozlarini chiqarish orqali moliyalashtirilgan [10]. Bunday moliyalashtirish shakli bevosita monetizatsiyaga qaraganda inflatsion xavfi pastroq bo'lsa-da, davlat qarzining o'sish dinamikasi uzoq muddatli fiskal barqarorlik nuqtai nazaridan e'tiborni talab qiladi. Asosiy monetar va fiskal ko'rsatkichlarning 2017–2025 yillardagi dinamikasi 2-jadvalda va 1–2-rasmlarda tasvirlangan.

2-jadval.

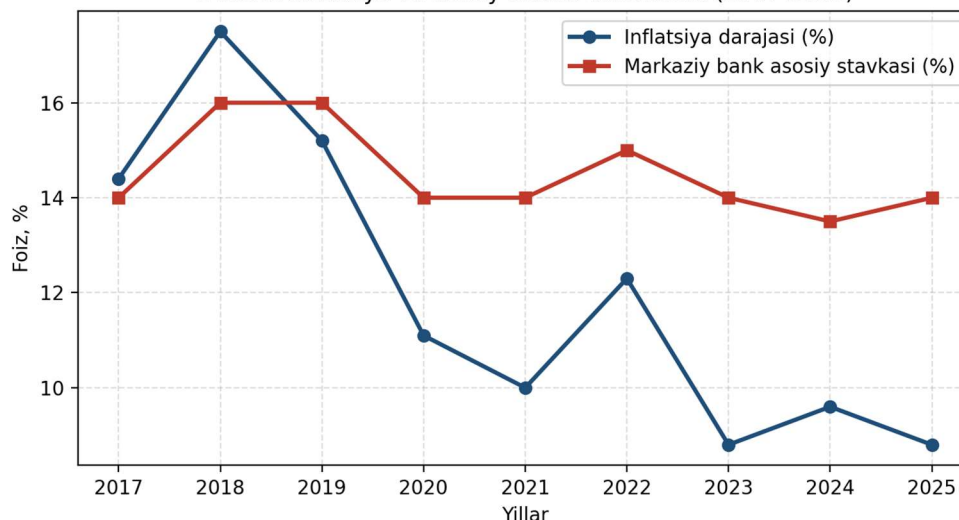
**O'zbekistonda asosiy monetar va fiskal ko'rsatkichlar dinamikasi (2017–2025)**

| Yil  | Inflatsiya darajasi, % | MB asosiy stavkasi, % | Byudjet taqchilligi, %<br>YICH |
|------|------------------------|-----------------------|--------------------------------|
| 2017 | 14,4                   | 14,0                  | -1,9                           |
| 2018 | 17,5                   | 16,0                  | -2,0                           |
| 2019 | 15,2                   | 16,0                  | -3,1                           |
| 2020 | 11,1                   | 14,0                  | -4,5                           |
| 2021 | 10,0                   | 14,0                  | -3,6                           |
| 2022 | 12,3                   | 15,0                  | -4,0                           |
| 2023 | 8,8                    | 14,0                  | -5,5                           |
| 2024 | 9,6                    | 13,5                  | -4,2                           |
| 2025 | 8,8                    | 14,0                  | -3,0                           |

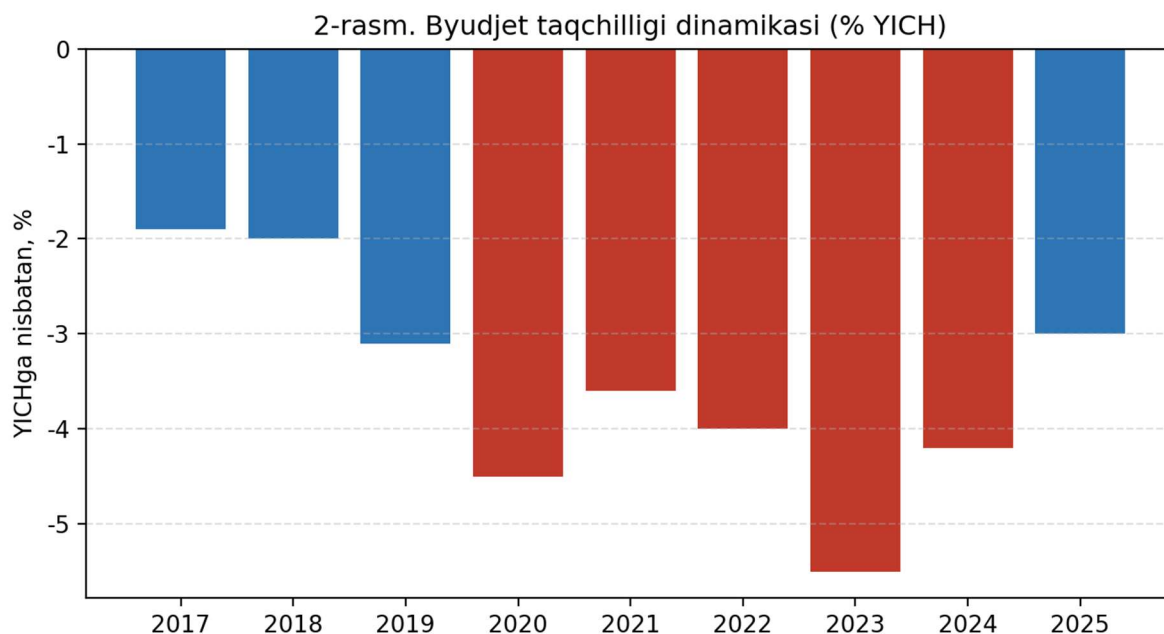
Tahlil natijalariga ko'ra, O'zbekistonda fiskal-monetar muvofiqsizlikning asosiy manbai bevosita byudjetdan moliyalashtirish emas, balki davlat tijorat banklari orqali amalga oshiriladigan yo'naltirilgan (imtiyozli) kreditlash dasturlari va davlat korxonalarining kvazifiskal majburiyatlaridir [9, 18]. Ushbu dasturlar rasmiy byudjet balansida to'liq aks etmasa-da, amalda pul massasining kengayishiga va kredit resurslarining nobozor asosda taqsimlanishiga olib keladi, bu esa markaziy bankning asosiy stavka orqali amalga oshiradigan monetar transmissiya mexanizmining samaradorligini pasaytiradi.

Institutsional tahlil shuni ko'rsatadiki, O'zbekistonda Markaziy bank va Moliya vazirligi o'rtasida axborot almashinuvi va konsultatsiyalar amalda mavjud bo'lsa-da, bu o'zaro aloqa qonun darajasida institutsionallashtirilgan doimiy faoliyat yurituvchi muvofiqlashtirish organi shaklida rasmiylashtirilmagan [13, 19].

1-rasm. Inflatsiya va asosiy stavka dinamikasi (2017-2025)



Fiskal qoidalar qisman — asosan byudjet taqchilligining maqsadli parametrlari shaklida — mavjud, biroq ularning bajarilishi majburiy huquqiy kuchga ega emas va ular ko‘pincha yillik davlat byudjeti to‘g‘risidagi qonun doirasida qayta ko‘rib chiqilishi mumkin [13]. Davlat qimmatli qog‘ozlari bozorining rivojlanish darajasi so‘nggi yillarda oshgan bo‘lsa-da, bozor hali chuqur likvidlikka ega emas, bu esa byudjet taqchilligini bozor mexanizmlari orqali moliyalashtirish imkoniyatlarini cheklaydi [10].



SWOT tahlili natijalariga ko‘ra, O‘zbekistonda fiskal-monetar muvofiqlashtirishning kuchli tomonlari qatoriga Markaziy bankning qonuniy mustaqilligini kuchaytirish bo‘yicha so‘nggi islohotlar, inflatsiya haqida axborotni oshkor qilish amaliyotining yaxshilanishi kiradi. Zaif tomonlar sifatida yo‘naltirilgan kreditlash dasturlarining davom etishi, fiskal qoidalarining majburiy huquqiy kuchga ega emasligi va muvofiqlashtirish uchun institutsional platformaning yo‘qligi ko‘rsatilishi mumkin. Imkoniyatlar qatoriga davlat qimmatli qog‘ozlari bozorini rivojlantirish va raqamli monitoring tizimlarini joriy etish orqali fiskal shaffoflikni oshirish kiradi, tahdidlar qatoriga esa tashqi shoklar (importlangan inflatsiya, valyuta kursi beqarorligi) sharoitida fiskal ekspansiyaga bo‘lgan siyosiy bosimning kuchayishi kiradi.

## MUHOKAMA

Olingan natijalar kirish qismida qo‘yilgan maqsad va vazifalarga mos ravishda, O‘zbekistonda inflatsiyani targetlash rejimiga o‘tish jarayonida fiskal-monetar muvofiqlik institutsional jihatdan hali to‘liq shakllanmaganligini tasdiqlaydi. Bu natija Sargent va Wallace tomonidan ilgari surilgan nazariy pozitsiyaga mos keladi: agar fiskal siyosat, xoh to‘g‘ridan-to‘g‘ri, xoh bilvosita (yo‘naltirilgan kreditlash orqali) kengayish tendensiyasiga ega bo‘lsa, markaziy bankning asosiy stavka orqali inflatsiyani jilovlash bo‘yicha harakatlari qisman neytrallashadi [1, 6].

Xalqaro tajriba bilan solishtirganda, O‘zbekistonning holati Gruziya va

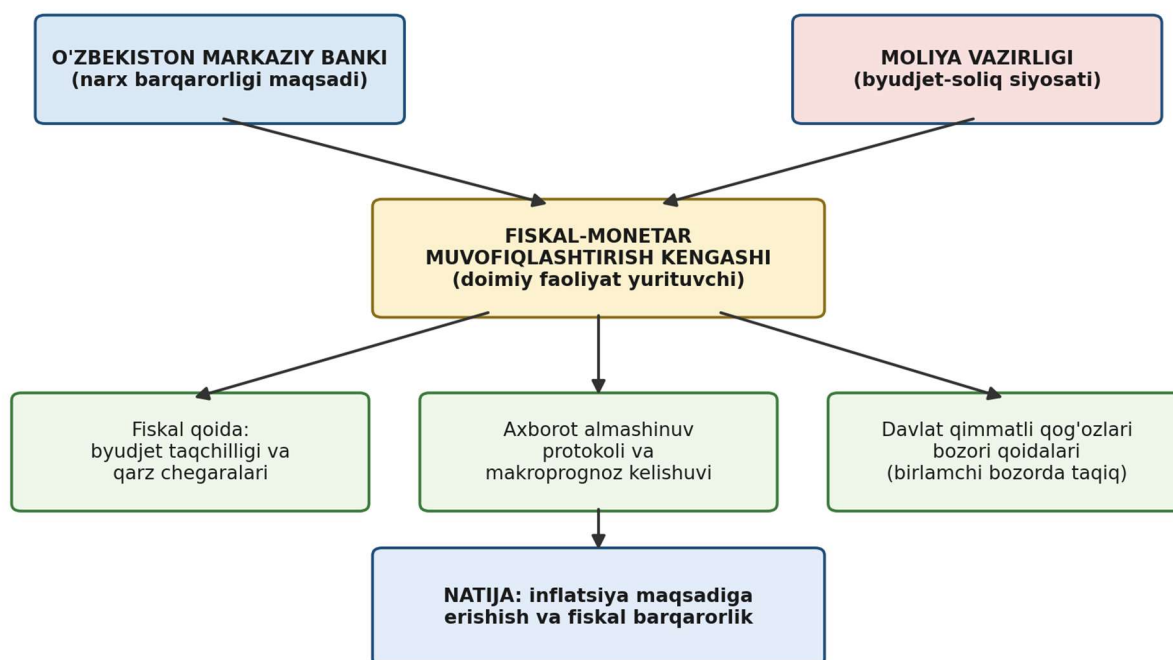
Armaniston kabi mamlakatlarning inflatsiyani targetlashga o'tish bosqichidagi dastlabki tajribasiga yaqin: bu mamlakatlarda ham o'tish davrida fiskal intizomni mustahkamlash va kvazifiskal operatsiyalarni shaffoflashtirish asosiy muammo bo'lgan [14, 16]. Biroq farq shundaki, ushbu mamlakatlar nisbatan qisqa muddatda fiskal qoidalarni qonun darajasida mustahkamlashga erishgan, O'zbekistonda esa bu jarayon hali davom etmoqda [13].

Tadqiqot natijalari shuningdek shuni ko'rsatadiki, faqat byudjet taqchilligi ko'rsatkichiga e'tibor qaratish fiskal-monetar muvofiqlikni to'liq baholash uchun etarli emas — davlat korxonalari va davlat tijorat banklari orqali amalga oshiriladigan kvazifiskal faoliyatni hisobga olmasdan turib, inflatsion bosimning haqiqiy manbalarini to'liq aniqlash mumkin emas. Bu xulosa mavjud adabiyotlarda tabiiy resurslarga boy o'tish iqtisodiyotlari bo'yicha keltirilgan kuzatishlarni O'zbekiston misolida tasdiqlaydi va boyitadi [14, 15].

Tadqiqotning cheklovlarini hisobga olgan holda, natijalarni O'zbekistonda inflatsiyani targetlash rejimi to'liq amal qila boshlagandan keyingi davrga avtomatik ravishda tatbiq etishda ehtiyotkorlik lozim. Kelgusi tadqiqotlarda kvazifiskal operatsiyalarning miqdoriy bahosini aniqlashtirish, hamda ekonometrik modellar (masalan, VAR yoki DSGE modellari) yordamida fiskal impulsning inflatsiya dinamikasiga ta'sirini son jihatdan baholash muhim yo'nalish bo'lib qolmoqda [17].

## XULOSA

Tadqiqot natijalari asosida taklif etilayotgan institutsional muvofiqlashtirish mexanizmining tarkibiy sxemasi 3-rasmda keltirilgan.



**3-rasm. O'zbekiston uchun taklif etilayotgan fiskal-monetar muvofiqlashtirish mexanizmi**

O'tkazilgan tadqiqot natijalariga ko'ra, inflatsiyani targetlash rejimining

O'zbekistonda samarali ishlashi uchun pul-kredit va fiskal siyosat o'rtasidagi muvofiqlikni institutsional darajada mustahkamlash zarur. Buning uchun quyidagi tavsiyalar taklif etiladi: birinchidan, byudjet taqchilligi va davlat qarzi bo'yicha majburiy huquqiy kuchga ega fiskal qoidalarni qonun darajasida mustahkamlash [13]; ikkinchidan, Markaziy bank va Moliya vazirligi vakillaridan iborat doimiy faoliyat yurituvchi fiskal-monetar muvofiqlashtirish kengashini tashkil etish va uning qarorlarini muntazam oshkor qilish [5, 14]; uchinchidan, davlat tijorat banklari orqali amalga oshiriladigan yo'naltirilgan kreditlash dasturlarini bosqichma-bosqich qisqartirish va ularning o'rniga maqsadli byudjet subsidiyalari yoki rivojlanish institutlari orqali moliyalashtirishga o'tish [9, 18]; to'rtinchidan, davlat qimmatli qog'ozlari bozorini rivojlantirish orqali byudjet taqchilligini bozor mexanizmlari asosida moliyalashtirish imkoniyatlarini kengaytirish [10]; beshinchidan, kvazifiskal operatsiyalar bo'yicha shaffoflikni oshirish maqsadida davlat korxonalari moliyaviy hisobotlarini xalqaro standartlarga muvofiqlashtirish [7, 8].

Ishning amaliy ahamiyati shundan iboratki, taklif etilgan tavsiyalar O'zbekiston Markaziy banki va Moliya vazirligi tomonidan inflatsiyani targetlash rejimini to'liq joriy etish strategiyasini ishlab chiqishda institutsional asos sifatida qo'llanilishi mumkin. Kelgusi tadqiqotlar fiskal impulsning inflatsiyaga ta'sirini miqdoriy baholashga va muvofiqlashtirish kengashi faoliyatining amaliy modelini ishlab chiqishga qaratilishi maqsadga muvofiqdir.

#### FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO'YXATI

1. Sargent T.J., Wallace N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic // Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review. — 1981. — Vol. 5, № 3. — P. 1–17.
2. Sims C.A. A Simple Model for Study of the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy // Economic Theory. — 1994. — Vol. 4. — P. 381–399.
3. Woodford M. Fiscal Requirements for Price Stability // Journal of Money, Credit and Banking. — 2001. — Vol. 33, № 3. — P. 669–728.
4. Barro R.J., Gordon D.B. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy // Journal of Monetary Economics. — 1983. — Vol. 12, № 1. — P. 101–121.
5. Mishkin F.S. Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries? // NBER Working Paper. — 2004. — № 10646. — 32 p.
6. Blanchard O. Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil // NBER Working Paper. — 2004. — № 10389. — 28 p.
7. Международный валютный фонд. Republic of Uzbekistan: 2023 Article IV Consultation — Staff Report. — Washington, D.C.: IMF, 2023. — 68 p.
8. Всемирный банк. Uzbekistan Country Economic Memorandum: A New Growth Model for Uzbekistan. — Washington, D.C.: World Bank Group, 2022. — 154 p.
9. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki. Pul-kredit siyosati yo'nalishlari to'g'risida hisobot. — Toshkent: O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki, 2024. — 96 b.
10. O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi. Davlat byudjetining ijrosi to'g'risida statistik to'plam. — Toshkent: Moliya vazirligi, 2024. — 112 b.

11. O‘zbekiston Respublikasi Davlat statistika qo‘mitasi. Iste‘mol narxlari indeksi dinamikasi bo‘yicha statistik byulleten. — Toshkent: O‘zDST, 2024. — 48 b.
12. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2017-yil 2-sentyabrdagi PF-5177-sonli «Valyuta siyosatini erkinlashtirish bo‘yicha birinchi navbatdagi chora-tadbirlar to‘g‘risida»gi Farmoni. — Toshkent, 2017.
13. O‘zbekiston Respublikasining Byudjet kodeksi. — Toshkent: Adolat, 2021. — 184 b.
14. Тулешова Г.Б. Координация денежно-кредитной и фискальной политики в странах с переходной экономикой: опыт Казахстана // Вестник Евразийской экономики. — 2021. — № 4. — С. 55–68.
15. Кудрин А.Л., Соколов И.А. Бюджетный маневр и структурная бюджетная политика в условиях перехода к инфляционному таргетированию // Вопросы экономики. — 2017. — № 9. — С. 5–27.
16. Petrović P., Brčerević D. The Fiscal-Monetary Policy Mix under Inflation Targeting: Evidence from Central and Eastern Europe // Panoeconomicus. — 2019. — Vol. 66, № 5. — P. 613–635.
17. Egert B. Fiscal Policy Reaction to the Cycle in the OECD: Pro- or Counter-cyclical? // OECD Economics Department Working Papers. — 2010. — № 763. — 39 p.
18. Хуррамов А.Ф. Инфляцияни таргетлаш режимига ўтишнинг институционал жиҳатлари // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар. — 2023. — № 2. — Б. 112–121.
19. Каримов Ш.К. Марказий банк мустақиллиги ва фискал сиёсат: ўзаро боғлиқлик масалалари // ТДИУ Илмий ахборотномаси. — 2022. — № 3. — Б. 74–83.
20. Библиографическая ссылка. Общие требования и правила составления. — Введ. 2009-01-01. — Москва: Стандартинформ, 2008. — 12 с.