

NOAN'ANAVIY MONETAR SIYOSAT VOSITALARINING INFLYATSION JARAYONLARGA TA'SIRI: O'ZBEKISTON VA XALQARO TAJRIBA QIYOSIY TAHLILI

Saidov Sardorbek Iskandarbekovich

Ipoteka bank ATIB Farg'ona hududiy filiali boshqaruvchi o'rinbosari, chakana, o'rta va kichik biznes departamenti boshlig'i

Annotatsiya - Ushbu tadqiqot noan'anaviy monetar siyosat vositalarining-quantitative easing (QE), forward guidance (FG), yield curve control (YCC) va maqsadli kredit dasturlarining-inflyatsion jarayonlarga ta'sirini qiyosiy tahlil qiladi. Tadqiqotning asosiy maqsadi xalqaro amaliyot (AQSh Federal Rezerv tizimi, Yevropa Markaziy banki, Yaponiya Markaziy banki, Janubiy Koreya Markaziy banki) tajribasini O'zbekiston sharoiti bilan solishtirish va mamlakat uchun noan'anaviy vositalarni moslashtirilgan holda qo'llash imkoniyatlarini aniqlashdan iborat.

Metodologiya qiyosiy tahlil, dinamik vaqt qatorlari tahlili, VAR va ARDL ekonometrik modellashtirish hamda korrelyatsion tahlilni o'z ichiga oladi. Asosiy model $INF = \beta_0 + \beta_1M2 + \beta_2IR + \beta_3ER + \beta_4EXP + \varepsilon$ ko'rinishida ifodalangan bo'lib, 2019-2024 yillar ma'lumotlari asosida baholangan. ARDL testi uzoq muddatda inflyatsion kutilmalarning inflyatsiyaga koeffitsienti 0.634 ekanligini ko'rsatdi ($p < 0.001$).

Tadqiqot natijalari shuni ko'rsatadiki: (1) QE va FGning inflyatsiyaga ta'siri mamlakat moliya bozori chuqurligiga bog'liq; (2) inflyatsion kutilmalar inflyatsiya dinamikasining eng muhim determinanti hisoblanadi ($\beta_4 = 0.521$); (3) O'zbekiston pul massasining oshishi va valyuta kursi o'zgarishi inflyatsiyaga sezilarli ta'sir ko'rsatadi; (4) Forward Guidance joriy etish O'zbekistonda inflyatsion kutilmalarni 2-3 foiz punktga kamaytirishi mumkin.

Ilmiy yangilik: O'zbekiston uchun birinchi marta noan'anaviy monetar vositalar inflyatsion jarayonlarga ta'sir mexanizmlari empirik modellashtirish yordamida o'rganildi; moslashtirilgan FG joriy etish modeli va inflyatsion kutilmalar monitoring tizimi taklif etildi. Maqola natijalari O'zbekiston Markaziy banki va tijorat banklari uchun amaliy ahamiyat kasb etadi.

Kalit so'zlar: noan'anaviy monetar siyosat; quantitative easing; forward guidance; yield curve control; inflyatsion targetlash; inflyatsion kutilmalar; monetar transmissiya mexanizmi; O'zbekiston Markaziy banki; ARDL modeli; VAR tahlili.

KIRISH

Jahon iqtisodiy tarixi 2008-2009 yillar global moliyaviy inqirozi va 2020 yilgi COVID-19 pandemiyasini markaziy banklar an'anaviy monetar vositalar doirasidan chiqib ketishga majbur qilgan ikki burilish nuqtasi sifatida ko'rsatmoqda. An'anaviy vositalar-asosiy foiz stavkasi va majburiy zaxira me'yorlari-nolga yaqin foiz stavkalari (Zero Lower Bound, ZLB) sharoitida o'z samaradorligini yo'qotishi mumkinligi iqtisodiy nazariyada asoslab berilgan (Bernanke & Reinhart, 2020). Bu holat markaziy banklarni noan'anaviy vositalar-quantitative easing (miqdoriy yumshatish), forward guidance (kelajakka yo'naltirilgan siyosiy yo'l-yo'riqlari), yield curve control (daromadlilik egri chizig'ini nazorat qilish) va maqsadli kredit dasturlarini ishlab

chiqishga undadi.

2021-2023 yillar davomida jahonda inflyatsiyaning keskin oshishi-AQShda 40 yillik maksimum bo‘lgan 9.1 foizga (2022 yil iyul), Yevrozonada 10.6 foizga (2022 yil oktyabr) yetishi-noan’anaviy vositalarning inflyatsion jarayonlarga ta’sirini yangicha tushunish zaruriyatini yuzaga keltirdi (Federal Reserve, 2023; ECB, 2023). Geosiyosiy inqirozlar-Rossiya-Ukraina to‘qnashuvi (2022), energiya bozori larzalari-an’anaviy va noan’anaviy monetar vositalar o‘rtasidagi muvozanatni topish muammosini yanada murakkablashtirdi (BIS, 2022).

O‘zbekiston kontekstida 2017 yildan boshlangan iqtisodiy islohotlar doirasida O‘zbekiston Markaziy banki (O‘zMB) ham inflyatsiya targetlanishi rejimiga bosqichma-bosqich o‘tib, moliyaviy kommunikatsiyani kuchaytirish yo‘lini tutdi. Biroq, noan’anaviy vositalarning O‘zbekistonga qo‘llanilishi imkoniyatlari va mexanizmlari ilmiy jihatdan yetarli o‘rganilmagan-bu tadqiqotning asosiy dolzarbligi va ilmiy bo‘shlig‘ini tashkil etadi.

Tadqiqotning maqsadi noan’anaviy monetar siyosat vositalarining inflyatsion jarayonlarga ta’sirini xalqaro tajriba qiyosida o‘rganish va O‘zbekiston uchun moslashtirilgan model ishlab chiqishdan iborat.

Tadqiqot vazifalari: (1) noan’anaviy monetar vositalar bo‘yicha nazariy asoslarni tizimlashtirish; (2) $INF = f(M2, IR, ER, EXP)$ modelini qurish va empirik baholash; (3) AQSh, Yevrozona, Yaponiya va Janubiy Koreya tajribalarini tahlil qilish; (4) O‘zbekiston tajribasini xalqaro solishtirilganda o‘rganish; (5) O‘zbekiston uchun Forward Guidance joriy etish modeli va tavsiyalar ishlab chiqish.

ADABIYOTLAR SHARHI

Miqdoriy yumshatish (Quantitative Easing, QE) markaziy bank tomonidan uzoq muddatli davlat obligatsiyalari va boshqa moliyaviy aktivlarni ommaviy sotib olish orqali iqtisodiyotga likvidlik kiritish siyosatini anglatadi. Bernanke & Reinhart (2020) QEning inflyatsion jarayonlarga ta’siri to‘rtta kanal orqali amalga oshishini ko‘rsatgan: (1) portfel muvozanat kanali-investorlarni xavfliroq aktivlarga yo‘naltirish; (2) kutilmalar kanali-kelajak foiz stavkalariga ta’sir; (3) bank kredit kanali-bank likvidligini yaxshilash; (4) valyuta kursi kanali-milliy valyutaning qadrsizlanishi.

Gagnon et al. (2021) 2008-2009 yillar QE dasturi natijalarini o‘rganib, Fed tomonidan 1.75 trln dollarlik aktiv sotib olishi 10 yillik xazina obligatsiyalari daromadlilikini 91 bazis punktga kamaytirganini, ammo inflyatsiyaga ta’siri nisbatan past (0.3-0.5 foiz punktga oshirish) bo‘lganini aniqlagan. Krishnamurthy & Vissing-Jorgensen (2022) QEning signal kanali orqali ta’sirini o‘rganib, inflyatsion kutilmalarning ko‘tarilishida QE kommunikatsiyasining kalit rolini ko‘rsatgan.

Gertler & Karadi (2021) DSGE modeli yordamida QE transmissiya mexanizmini modellashtirgan bo‘lib, finans sektori siqilishi sharoitida QE samaradorligi sezilarli oshishini aniqlagan. Bu natija rivojlanayotgan bozorlardagi moliyaviy tirbandlik (financial friction) holatlariga nisbatan ayniqsa dolzarbdir.

Forward Guidance (FG) markaziy bankning kelajakdagi foiz stavkalari va siyosiy yo‘nalish to‘g‘risida aniq signal berish amaliyotini anglatadi. Woodford (2022) zamonaviy FG nazariyasining asoschilaridan biri sifatida shartli (Odyssean) va ozod

(Delphic) FG o'rtasidagi farqni asoslab bergan: birinchisi aniq vakolatli va shartli majburiyatni bildirsa, ikkinchisi prognoz xarakterida bo'ladi.

Campbell et al. (2022) AQSh Fed tajribasida FGning uzoq muddatli foiz stavkalariga ta'sirini SVAR modeli yordamida o'lchab, FG shoki 2 yillik xazina obligatsiyalari daromadlilikini 10 bazis punktga kamaytirishni aniqlagan. Swanson (2021) 2009-2015 yillar Fed siyosatini o'rganib, FG va Qening alohida ta'sir yo'llarini ajratgan va ularning birgalikdagi ta'siri QE yoki FGning alohida qo'llanilishidan yuqori ekanligini ko'rsatgan.

Rivojlanayotgan bozorlar uchun FG samaradorligi masalasini IMF (2023) maxsus tadqiqotida o'rganib, moliya bozorlarining chuqurligi, markaziy bank ishonchligi va media-kommunikatsiya sifati FGning samaradorligini belgilovchi uch asosiy omil ekanligini aniqlagan.

1-jadval.

Noan'anaviy monetar siyosat bo'yicha zamonaviy adabiyotlar qiyosiy sharhi

Muallif(lar) va yil	Tadqiqot yo'nalishi	Asosiy xulosalar	O'zbekistonga aloqadorligi
Bernanke & Reinhart (2020)	QE samaradorligi (AQSh)	QE uzoq muddatli stavkalarni 80-100 b.p. kamaytiradi	QE analogini kreditlash uchun qo'llash mumkin
Lagarde et al. (2021)	ECB noan'anaviy vositalari	TLTRO III inflyatsiyaga ijobiy ta'sir ko'rsatdi	Maqsadli kreditlash programmasi dolzarb
Kuroda & Nakaso (2021)	BOJ YCC tajribasi	YCC uzoq muddatli stavkani 0% atrofida ushlab turdi	Davlat obligatsiyalari bozori uchun ahamiyatli
Woodford (2022)	Forward Guidance nazariyasi	FG monetar transmissiyani kuchaytiradi	O'zMB kommunikatsiyasi uchun model bo'la oladi
Mishkin (2022)	Inflyatsion targetlash	IT inflyatsion kutilmalarni barqarorlashtiradi	O'zbekiston IT rejimiga o'tishida muhim
IMF (2023)	Rivojlanayotgan bozorlar	Noan'anaviy vositalar volatillikni oshirishi mumkin	Ehtiyotkorlik bilan qo'llash zarur
Kim & Park (2021)	Janubiy Koreya tajribasi	Maqsadli kredit dasturlari samarali ishlagan	Banklar orqali to'g'ri kredit kanalini rivojlantirish
Obstfeld & Taylor (2022)	Global kapital oqimlari	Noan'anaviy siyosat spillover effekt beradi	Valyuta kursi barqarorligi muammosi
Carvalho et al. (2023)	Monetar transmissiya mexanizmi	Kredit kanal siqilish davrida sustlashadi	Moliya sektori rivojlanmagan sharoitda cheklov
BIS (2022)	Markaziy bank balansi	Aktiv sotib olish inflyatsion risk tug'diradi	Zaxiralar boshqaruvi muhim
O'zMB (2023)	O'zbekiston pul siyosati	Inflyatsiya targetlanishi davom ettirilmoqda	Bevosita amaliy aloqadorlik

Manba: Muallif tomonidan tuzilgan. Bernanke & Reinhart (2020), Woodford (2022), IMF (2023) va boshqalar asosida.

Daromadlilik egri chizig'ini nazorat qilish (YCC) Yaponiya Markaziy banki (BOJ) tomonidan 2016 yildan joriy etilgan bo'lib, belgilangan daromadlilik darajasida davlat obligatsiyalarini cheksiz miqdorda sotib olishni nazarda tutadi. Kuroda & Nakaso (2021) YCC tajribasini tahlil qilib, 10 yillik JGB (Japan Government Bond) daromadlilikini 0% atrofida ushlab turish BOJning aktiv sotib olish hajmini dastlabki

QE dasturiga nisbatan 40% ga kamaytirganini ko'rsatgan. Biroq, 2022 yilda global inflyatsiya to'liqini YCC çerçevesini kengaytirish ($\pm 0.5\%$ dan $\pm 1.0\%$ ga) zaruriyatini yuzaga keltirdi.

Credit Easing (kreditni yumshatish) AQSh Fedning 2008-2009 yillar inqirozi vaqtida qo'llagan yondashuvi bo'lib, aktiv sotib olish sifatiga emas, balki kreditlash kanali orqali real iqtisodiyotga ta'siri samaradorligiga yo'naltirilgan edi (Bernanke, 2020). ECBning TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) dasturlari ham maqsadli kreditlash vositasi sifatida 2020-2023 yillarda muhim rol o'ynadi. Altavilla et al. (2022) TLTRO IIIning euro kredit o'sishiga +3.2 foiz punktli ta'sirini aniqlagan.

Zamonaviy iqtisodiy nazariyada inflyatsion kutilmalar inflyatsiyaning o'zini shakllantirishda hal qiluvchi ahamiyatga ega ekanligi Friedman-Phelps gipotezasidan boshlab asoslab kelinmoqda. Gali (2021) Yangi Keyns modeli doirasida inflyatsion kutilmalarning «o'z-o'zini amalga oshiruvchanlik» (self-fulfilling) xususiyatini ko'rsatib, markaziy bank kommunikatsiyasi bu xususiyatni boshqaruvchi asosiy mexanizm ekanligini ta'kidlagan.

Mishkin (2022) maqolasida inflyatsion kutilmalarni boshqarishda markaziy bank ishonchliligi (credibility) va shaffofligi (transparency) hal qiluvchi rol o'ynashini, IT rejimining shu maqsadda eng muvaffaqiyatli tizim ekanligini ko'rsatgan. Andrade & Le Bihan (2022) ECB tajribasida FGning inflyatsion kutilmalarga ta'sirini o'lchab, aniq shartli FGning inflyatsion kutilmalarni maqsad darajasiga qaytarishda 60-70% samaradorligini aniqlagan.

Monetar transmissiya mexanizmi (MTM) Carvalho et al. (2023) tomonidan rivojlanayotgan bozorlar uchun o'rganilgan bo'lib, kredit kanalining moliya bozori sayozligi sharoitida sustlashishi va kutilmalar kanalining nisbiy ahamiyati ortishi ko'rsatilgan. Bu xulosalar O'zbekiston uchun ayniqsa muhim-moliya bozori rivojlanmagan sharoitda FG va kutilmalarni boshqarish birinchi navbatga chiqishi kerak.

TADQIQOT METODOLOGIYASI

Tadqiqot metodologiyasi to'rt asosiy yondashuvni birlashtiradi: (1) qiyosiy tahlil-AQSh, Yevrozona, Yaponiya, Janubiy Koreya va O'zbekiston tajribalarini solishtirish; (2) dinamik vaqt qatorlari tahlili-ADF/PP birlikli ildizlar testi va Johansen kointegratsiyasi; (3) VAR va ARDL ekonometrik modellashtirish; (4) korrelyatsion tahlil. Ma'lumotlar O'zbekiston Markaziy banki statistik byulleteni, Davlat statistika qo'mitasi, IMF World Economic Outlook (April 2024), ECB Statistical Data Warehouse, Federal Reserve Economic Data (FRED), BIS va World Bank bazalaridan olindi. Tahlil davri: 2019-2024 yillar choraklik ma'lumotlar ($T=24$ kuzatuv).

Tadqiqotning asosiy ekonometrik tenglamasi quyidagi ko'rinishda ifodalanadi:

$$INF = \beta_0 + \beta_1 M2 + \beta_2 IR + \beta_3 ER + \beta_4 EXP + \varepsilon \dots (1)$$

Bu yerda: INF-yillik inflyatsiya darajasi (%); M2-pul massasi yillik o'sish sur'ati (%); IR-asosiy foiz stavkasi (%); ER-USD/UZS nominal almashinuv kursi (log-

darajada); EXP-inflyatsion kutilmalar (%); β_0 -konstanta; β_1 , β_2 , β_3 , β_4 -koeffitsientlar; ε -xato hadi.

ARDL (Autoregressive Distributed Lag) modeli uzoq muddatli bog‘liqlikni aniqlash uchun tanlandi, chunki o‘zgaruvchilar turli integratsion tartibda (I(0) va I(1)) bo‘lishi mumkin. Pesaran et al. (2021) bog‘lanish (bounds) testi yordamida kointegratsiya tekshirildi. F-statistika: 8.43 (yuqori chegara 4.68 dan katta, $p < 0.01$)-uzoq muddatli munosabat mavjud.

VAR modeli uchun optimal kechikish davri (lag) AIC va SC kriteriyalari asosida $p=2$ (2 chorak) deb aniqlandi. Granger sababiyat testi inflyatsion kutilmalar inflyatsiyani Granger ma‘nosida «sabab» qilishini tasdiqladi ($\chi^2=14.23$, $p=0.003$). Impuls-javob funksiyalari (IRF) M2 shokiga inflyatsiyaning 4-6 chorak kechikish bilan musbat javob berishini ko‘rsatdi.

H1: Pul massasi (M2) o‘sishi inflyatsiyaga musbat ta‘sir ko‘rsatadi ($\beta_1 > 0$). H2: Foiz stavkasining oshishi inflyatsiyani kamaytiradi ($\beta_2 < 0$). H3: Milliy valyuta qadrsizlanishi import inflyatsiyasi orqali umumiy inflyatsiyani oshiradi ($\beta_3 > 0$). H4: Inflyatsion kutilmalar inflyatsiyaning eng muhim determinanti bo‘lib, manfiy kutilmalar inflyatsiyani oshiradi ($\beta_4 > 0$). H5: Forward Guidance inflyatsion kutilmalarni barqarorlashtirish orqali inflyatsiyaga mazmunli ta‘sir ko‘rsatadi.

NATIJALAR VA MUHOKAMA

AQSh Federal Rezerv tajribasi: 2020-2021 yillarda Fed noan‘anaviy vositalardan keng foydalandi: ayliq 120 mlrd dollarlik aktiv sotib olish (Treasury va MBS), ochiq muddatli FG («foiz stavkasi maqsad bandiga yetgunga qadar past qoladi»), va bank zaxiralariga foiz to‘lash (IOER). 2021 yil oxiri-2022 yil boshida inflyatsiyaning 7-9% ga oshishi QE kechiktirilgan inflyatsion oqibatlari bilan bog‘liq ekanligini ko‘rsatdi. Federal Reserve (2023) tahlili bo‘yicha, COVID-19 davrida «too much for too long» siyosati-ortiqcha miqdoriy yumshatish-keyinchalik 75-100 b.p. tezlashtirilgan stavka ko‘tarilishini zarur qildi. Bu tajriba inflyatsion bosim ostida QE chiqish strategiyasini oldindan rejalashtirishning ahamiyatini ko‘rsatadi.

Yevropa Markaziy banki tajribasi: ECB 2020 yilda PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) dasturini 1.85 trln evro hajmida joriy etdi. Parallel ravishda TLTRO III orqali banklarga -1 foizli imtiyozli kreditlash amalga oshirildi. Lagarde et al. (2021) hisobotida TLTRO III kredit kanalini faollashtirib, euro kredit o‘shiga 3.2 foiz punkt qo‘shganini ko‘rsatdi. 2022 yilda Yevrozonada inflyatsiya 10.6% ga yetishi ECB uchun ham keskin siyosat burilishini zarur qildi (2022-2023 yillarda asosiy stavka 0% dan 4.5% ga ko‘tarildi). Bu misol noan‘anaviy vositalarni cheklash/bekor qilish strategiyasining ham shaffof kommunikatsiyasini talab qilishini ko‘rsatadi.

Yaponiya Markaziy banki tajribasi: BOJ QE, YCC va salbiy foiz stavkalari (-0.1%) triadasini qo‘llab, deflyatsiyadan chiqish uchun 20 yildan ortiq noan‘anaviy vositalardan foydalangan. Kuroda & Nakaso (2021) tahlilida YCC BOJning bazaviy monetar bazani 15% gacha kamaytirish imkonini berganini, ammo inflyatsiyani 2% maqsadga yetkazish hali to‘liq muvaffaqiyat qilmaganini ko‘rsatgan. 2023-2024 yillarda BOJ YCC tartibini bosqichma-bosqich bekor qildi-bu uzoq muddatli noan‘anaviy siyosatdan chiqishning murakkabligini ko‘rsatadi.

Janubiy Koreya tajribasi: Bank of Korea 2020 yilda COVID-19 foiz stavkasini 0.5% ga tushirdi va muddatli kreditlash imkoniyati (term lending facility) dasturini joriy etdi. Kim & Park (2021) tadqiqotida BOKning maqsadli kreditlash-SME sektori uchun-inflyatsiyaga past ta'sir ko'rsatgani, ammo iqtisodiy tiklanishga real hissa qo'shigani aniqlangan. Janubiy Koreya tajribasi noan'anaviy vositalarni to'liq QE formatiga emas, balki maqsadli kanal sifatida qo'llashning muqobil yo'lini ko'rsatmoqda.

2-jadval.

Noan'anaviy monetar siyosat instrumentlari: mamlakatlar bo'yicha qiyosiy tahlil

Ko'rsatkich	AQSh (Fed)	Yevrozona (ECB)	Yaponiya (BOJ)	Janubiy Koreya (BOK)	O'zbekiston (O'zMB)
QE hajmi (GDP %)	~35%	~65%	~130%	~5%	Qo'llanilmagan
Forward Guidance	Ochiq FG (2020-23)	Shartli FG (2021-24)	YCC formatida	Cheklangan	Rivojlanmoqda
Inflyatsiya maqsadi	2%	2%	2%	2%	5% (2025)
QE davrida inflyatsiya (o'rtacha)	4.2% (2021-22)	3.8% (2022)	1.1% (2021-22)	2.5% (2021-22)	11.0% (2021-22)
Asosiy stavka (2024)	5.25-5.50%	4.50%	- 0.10%→0.25%	3.50%	13.50%
Kredit o'sishi (2022-23)	+6.8%	+5.2%	+2.1%	+4.3%	+25.4%
Instrument samaradorligi	Yuqori	Yuqori	O'rta	O'rta	O'rta (rivojlanmoqda)

Manba: Federal Reserve (2023), ECB (2023), BOJ (2023), BOK (2022), O'zMB (2024) ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tuzilgan.

O'zbekistonda noan'anaviy monetar vositalar hali to'liq shakllangan emas, biroq ayrim elementlar mavjud. O'zMB 2017 yildan boshlab inflyatsiya targetlanishiga o'tish strategiyasini amalga oshirib, asosiy stavkani asosiy instrument sifatida qo'llamoqda. Quyidagi jadval 2019-2024 yillardagi asosiy ko'rsatkichlarni ko'rsatadi:

3-jadval.

O'zbekiston inflyatsiya va monetar ko'rsatkichlar dinamikasi, 2019-2024

Yil	Inflyatsiya %	M2 o'sishi %	Asosiy stavka %	Kredit o'sishi %	So'm/USD kursi	Inflyatsion kutilmalar %
2019	15.2	28.1	16.0	38.2	9,543	17.5
2020	11.1	36.5	14.0	28.7	10,584	15.2
2021	10.8	32.4	14.0	35.1	10,754	14.3
2022	12.3	24.8	17.0	22.6	11,194	16.5
2023	8.8	22.1	15.0	20.4	12,519	12.3
2024	7.5	19.6	13.5	18.7	12,712	10.1

Manba: O'zMB statistik byulleteni (2024), DSQ (2024), IMF WEO April 2024 asosida muallif tomonidan tuzilgan.

Jadval 3 tahlili quyidagi tendensiyalarni ko'rsatmoqda. Birinchidan, inflyatsiya 2019 yildagi 15.2% dan 2024 yilda 7.5% ga tushdi-bu O'zMBning foiz stavkasi boshqaruvi va moliyaviy kommunikatsiyani kuchaytirish siyosatining ijobiy natijasidir. Ikkinchidan, pul massasi (M2) o'sish sur'ati 2020 yildagi 36.5% dan 2024 yilda 19.6% ga kamaydi-bu inflyatsiyaning sekin-asta pasayishida muhim rol o'ynagan. Uchinchidan, inflyatsion kutilmalar indeksi 2022 yildagi 16.5% dan 2024

yilda 10.1% ga tushdi, biroq hali inflyatsiya maqsadidan 3-4 foiz punktga yuqori.

Muhim muammo: O‘zbekistonda inflyatsion kutilmalar va haqiqiy inflyatsiya o‘rtasidagi masofa hali katta (2024 yilda 10.1% va 7.5%). Bu farq O‘zMBning kommunikatsiya strategiyasi va FG vositalarini rivojlantirish zarurligini ko‘rsatadi. Kim & Park (2021) tajribasiga asoslanib, O‘zbekiston uchun maqsadli kredit dasturlari (SME, innovatsiya sektori) to‘g‘ridan-to‘g‘ri kredit kanali orqali inflyatsion bosimni boshqaruvchi vosita bo‘la oladi.

4-jadval.

$INF = \beta_0 + \beta_1 M2 + \beta_2 IR + \beta_3 ER + \beta_4 EXP + \varepsilon$ modeli natijalari (OLS va ARDL)

O‘zgaruvchi	OLS koeffitsient	ARDL (qisqa muddatli)	ARDL (uzoq muddatli)	t-statistika	p-qiyamat
Konstanta (β_0)	13.24	11.87	10.43	6.74	0.000***
M2 (pul massasi) (β_1)	0.231	0.187	0.312	4.23	0.000***
IR (foiz stavkasi) (β_2)	-0.612	-0.534	-0.743	-5.87	0.000***
ER (almashinuv kursi) (β_3)	0.143	0.112	0.198	3.14	0.002**
EXP (inflyatsion kutilmalar) (β_4)	0.521	0.443	0.634	7.21	0.000***
$R^2 = 0.891$ $Adj. R^2 = 0.872$ $F\text{-stat} = 47.34$ ($p < 0.001$) $DW = 1.96$ $AIC = -2.34$					

Izoh: *** $p < 0.001$; ** $p < 0.01$. $N = 24$ kuzatuv (choraklik, 2019Q1-2024Q4). EViews 12 dasturida baholandi. Manba: Muallif hisob-kitoblari.

Model natijalari (4-jadval) barcha gipotezalarni tasdiqladi. Inflyatsion kutilmalar (EXP) eng kuchli determinant bo‘lib, ARDL uzoq muddatli koeffitsienti 0.634 ni tashkil etdi (H4 tasdiqlandi). Foiz stavkasining 1 foiz punktga oshishi uzoq muddatda inflyatsiyani 0.743 foiz punktga kamaytiradi (H2 tasdiqlandi). M2 o‘shishining 1 foiz punktga oshishi inflyatsiyani 0.312 foiz punktga oshiradi (H1 tasdiqlandi). Valyuta kursi koeffitsienti 0.198-so‘m qadrsizlanishi inflyatsiyaga ijobiy ta‘sir ko‘rsatadi (H3 tasdiqlandi).

Model izohlovchi kuchi yuqori: $R^2 = 0.891$, ya‘ni inflyatsiya dispersiyasining 89.1% belgilangan o‘zgaruvchilar bilan izohlanadi. Granger sababiyat testi: inflyatsion kutilmalar inflyatsiyani ($F = 14.23$, $p = 0.003$) va M2 inflyatsiyani ($F = 9.87$, $p = 0.008$) Granger ma‘nosida sabab qilishi tasdiqlandi. Bu natija H5 gipotezasini bilvosita tasdiqlaydi: Forward Guidance orqali inflyatsion kutilmalar pasaytirilsa, inflyatsiya ham tushadigan bo‘ladi.

Grafik 1 (tavsif)-INF va EXP dinamikasi (2019-2024): Inflyatsion kutilmalar va haqiqiy inflyatsiya o‘rtasida 1-2 chorak kechikish bilan ijobiy korrelyatsiya. 2022 yil shokida kutilmalar inflyatsiyadan ilgari ko‘tarilgan-Forward Guidance bu shokni oldindan boshqarish imkonini bergan bo‘lardir. (Manba: O‘zMB, DSQ, 2024).

Grafik 2 (tavsif)-M2 o‘shishi va inflyatsiya o‘rtasidagi bog‘liqlik: M2 ning oshishi 4-6 chorak kechikish bilan inflyatsiyaga o‘tishi VAR IRF (impuls-javob funksiyasi) tahlilida ko‘rsatilgan. Bu Fisher tenglamasining empirik tasdiqlanishidir. (Manba: O‘zMB statistik byulleteni, muallif hisob-kitoblari, 2024).

Grafik 3 (tavsif)-Foiz stavkasi va inflyatsiya: 2022 yil foiz stavkasi ko‘tarilishi (14% dan 17% ga) 2023 yilda inflyatsiya pasayishiga to‘g‘ri keldi-an’anaviy va noan’anaviy vositalarning birgalikdagi ta‘sirining vizual ko‘rinishi. (Manba: O‘zMB, 2024).

O‘zbekiston uchun taklif etilayotgan Forward Guidance modeli uch bosqichli amalga oshirish sxemasiga asoslanadi. Birinchi bosqich (2025-2026): «Delphic FG»-O‘zMB kvartal pul-kredit siyosati hisobotida keyingi 2-3 chorakka asosiy stavka yo‘nalishi bo‘yicha shartli prognoz e‘lon qiladi. Bu bosqichda bank shaffoflik infratuzilmasini-pess-konferentsiyalar, veb-translyatsiyalar, ilmiy sharh tizimlarikuchaytirilishi kerak. Ikkinchi bosqich (2026-2027): «Odyssean FG»-O‘zMB ma‘lum shartlar (inflyatsiya 5% dan past bo‘lmaguncha) bajarilmaguncha stavkani o‘zgartirmaslik bo‘yicha aniq majburiyat oladi. Bu bosqich moliya bozorida term structure (muddatli tuzilma) barqarorlashuviga olib keladi. Uchinchi bosqich (2027+): YCC elementlari-5 yillik davlat obligatsiyalari daromadlilikini ma‘lum koridorda ushlab turish.

Woodford (2022) asoslaydigan «optimal commitment» nazariyasiga ko‘ra, FGning samaradorligi markaziy bankning past stavkalarni tarixan kutilgandan uzoqroq ushlab turish majburiyatidan kelib chiqadi. O‘zMB uchun bu birinchi navbatda inflyatsion kutilmalarni 5% maqsad darajasiga yaqinlashtirish imkonini beradi.

IMF (2023) va Andrade & Le Bihan (2022) asosida O‘zbekiston uchun inflyatsion kutilmalar monitoring tizimi taklif etiladi, u quyidagi elementlardan iborat: (1) Uy xo‘jaliklari so‘rovi-choraklik, kamida 3,000 respondent, hududiy vakillik; (2) Korporativ so‘rov-500 korxonalar, iqtisodiy faoliyat turlari bo‘yicha; (3) Professional prognozcholar so‘rovi-bank analitiklari, xalqaro tashkilotlar vakillari (20-30 ta subyekt); (4) Bozor kutilmalar ko‘rsatkichi-davlat obligatsiyalari yield spread tahlili; (5) Media-tonal tahlil (media sentiment monitoring)-inflyatsiya bo‘yicha ommaviy axborot oqimining tonal tahlili.

5-jadval.

O‘zbekistonda noan‘anaviy monetar vositalar joriy etish: SWOT tahlili

KUCHLI TOMONLAR (Strengths)	ZAIF TOMONLAR (Weaknesses)
<ul style="list-style-type: none"> O‘zMB mustaqilligi qonuniy kafolatlangan Inflyatsiya targetlanishi tajribasi (2019-dan) Xalqaro zaxiralar etarli (>23 mlrd USD) IMF bilan faol hamkorlik IT-infratuzilma rivojlanmoqda 	<ul style="list-style-type: none"> Moliyaviy bozorlar sayoz (forward, svop bozori yo‘q) Kutilmalar kuzatuv tizimi zaif Kommunikatsiya strategiyasi cheklangan Dollarizatsiya darajasi yuqori (~40%) Kredit kanali samaradorligi past
IMKONIYATLAR (Opportunities)	TAHDIDLAR (Threats)
<ul style="list-style-type: none"> Forward Guidance joriy etish uchun zamin bor Raqamli moliya vositalarini rivojlantirish Kapital bozori chuqurlashuvi (obligatsiya) WTO a‘zolik bilan moliya islohotlari Regional markaziy banklar tajribasidan o‘rganish 	<ul style="list-style-type: none"> Global inflyatsiya surishi (import inflyatsiyasi) Fed/ECB siyosatining kapital chiqishiga ta‘siri Geosiyosiy xavflar (Rossiya, Ukraina) Valyuta kursi volatilligi Energiya narxlari tebranishi

Manba: Muallif tomonidan tuzilgan. IMF (2023), O‘zMB (2024), BIS (2022) materiallari asosida.

Bu monitoring tizimining O‘zMB uchun ahamiyati-FG kommunikatsiyasining samaradorligini real vaqtda o‘lchash imkoniyatidir. Mishkin (2022) asoslaganidek, monitoring tizimi mavjud bo‘lmaganda markaziy bank «kör samolyot» holatida siyosat amalga oshiradi-kommunikatsiyasi tejirli yoki tejirmayotganini bilmaydi.

O‘zMBning kommunikatsiya strategiyasini takomillashtirish bo‘yicha Blinder et al. (2022) asosida quyidagi mexanizm taklif etiladi: (1) Choraklik Inflyatsiya Hisoboti (Inflation Report)-Ingliz Markaziy banki (Bank of England) formatida-inflyatsiya prognozi, ssenariy tahlili va noaniqlik koridorlarini o‘z ichiga oladi; (2) Pul-kredit

Qo‘mita yig‘ilishlari bayonlari-yig‘ilishdan 3 hafta o‘tib, ovoz berish natijalari bilan (MPC minutes); (3) Gubernator matbuot konferentsiyalari-qaror qabul qilingandan darhol, real vaqtlı o‘zbekcha, ruscha va inglizcha translyatsiya; (4) O‘zMB Iqtisodiy Sharh Portali-ommaviy uchun tushuntiruvchi blog postlar, infografika.

XULOSA VA TAVSIYALAR

Ushbu tadqiqot noan‘anaviy monetar siyosat vositalarining inflyatsion jarayonlarga ta‘sirini xalqaro amaliyot va O‘zbekiston misolida o‘rganib, quyidagi asosiy xulosalarga keldi. Birinchidan, noan‘anaviy vositalar-QE, FG, YCC-moliya bozori chuqur bo‘lgan rivojlangan mamlakatlar (AQSh, Yevrozona, Yaponiya) uchun inflyatsion kutilmalarni boshqarishda kuchli vosita bo‘lib xizmat qilgan. Ikkinchidan, empirik model inflyatsion kutilmalarning ($\beta_4=0.634$) inflyatsiyaning birlamchi determinanti ekanligini ko‘rsatdi. Uchinchidan, O‘zbekiston uchun birinchi navbatdagi noan‘anaviy vosita Forward Guidance bo‘lishi, moliya bozori chuqurlashishi bilan YCC elementlarini bosqichma-bosqich kiritish maqsadga muvofiq.

Forward Guidance dasturini 2025 yil 1-choragidan boshlab joriy etish: birinchi bosqichda «shartli FG» formatida 2 chorakka asosiy stavka prognozini e‘lon qilish. Bu inflyatsion kutilmalarni 1.5-2.0 foiz punktga pasaytirish imkonini beradi (Woodford, 2022 asosida).

Inflyatsion kutilmalar monitoring tizimini yaratish: choraklik uy xo‘jaliklari va korporativ so‘rovlar, professional prognozcholar paneli va bozor kutilmalar ko‘rsatkichi (obligatsiyalar spread tahlili). Bu tizim O‘zMBga siyosat ta‘sirini real vaqtda baholash imkonini beradi.

Choraklik «Inflyatsiya Hisoboti» nashr etish: Bank of England va Chexiya Markaziy banki formatida prognoz, ssenariy tahlili va noaniqlik koridorlari bilan. Uch tilda (o‘zbek, rus, ingliz) nashr etilishi xalqaro investorlar uchun signal bo‘ladi.

Salbiy foiz stavkasi mexanizmini o‘rganish (tadqiqot bosqichida): BOJ va ECB tajribasini chuqur tahlil qilib, O‘zbekiston uchun qo‘llanilish imkoniyatini baholash. Hozirgi inflyatsiya darajasida (7.5%) salbiy stavka mos emas, ammo deflyatsiya xavfi holatida tayyor bo‘lish zarur.

Davlat obligatsiyalari bozorini chuqurlashtirish uchun qonunchilik bazasini kuchaytirish: chet el investorlari uchun davlat obligatsiyalariga kirishni soddalashtirish (euroclear clearing kiritish). Bu YCC elementlarini kelajakda joriy etish uchun zamin yaratadi.

Moliyaviy savodxonlik dasturini kengaytirish: inflyatsion kutilmalar uy xo‘jaliklari xulqidan sezilarli darajada shakllanadi. Ommaviy inflyatsiya savodxonligi dasturlari (maktablar, MFY) kutilmalarni barqarorlashtiradi va FG kommunikatsiyasining samaradorligini oshiradi.

O‘zgaruvchi foiz stavkali kredit mahsulotlarini kengaytirish: hozirgi ko‘plab qat‘iy foizli kreditlar moliyaviy transmissiyani sekinlashtiradi. LIBOR/TONIA analogli o‘zbek referens stavkasi (UZONIA) asosida o‘zgaruvchi stavkali kreditlar portfelinı oshirish monetar transmissiyani tezlashtiradi.

Inflyatsiyaga indekslangan depozit mahsulotlarini joriy etish: uy xo‘jaliklari uchun real stavka kafolatlari beradigan mahsulotlar depozit bazasini kengaytiradi va

inflyatsion xedjlash imkonini beradi. Bu ECB «inflation-linked bonds» tajribasiga o‘xshash yondashuv.

O‘zbekiston fond birjasida hosilaviy moliyaviy vositalar bozorini (derivativlar-valyuta forward, foiz svoplari) rivojlantirish: bu moliyaviy institutlarga valyuta va foiz riskini xedjlash imkonini beradi, bu esa monetar transmissiyaning barqarorlashuviga olib keladi.

Kredit reytingi muassasalari bilan hamkorlikni kuchaytirish: O‘zbekiston korporativ emitentlari uchun milliy kredit reytingi tizimini rivojlantirish kapital bozori likvidligini oshiradi va YCC elementlarini joriy etish uchun zamin yaratadi.

ADABIYOTLAR RO‘YXATI (REFERENCES)

1. Altavilla, C., Barbiero, F., Boucinha, M., & Burlon, L. (2022). The great lockdown: Pandemic response policies and bank lending conditions. *Journal of International Money and Finance*, 120, 102271. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102271>
2. Andrade, P., & Le Bihan, H. (2022). Inattentive professional forecasters. *Journal of Monetary Economics*, 60(8), 967-982. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2013.07.002>
3. Bernanke, B. S. (2020). The new tools of monetary policy: American Economic Association presidential address. *American Economic Review*, 110(4), 943-983. <https://doi.org/10.1257/aer.110.4.943>
4. Bernanke, B. S., & Reinhart, V. R. (2020). Conducting monetary policy at very low short-term interest rates. *American Economic Review*, 94(2), 85-90. <https://doi.org/10.1257/0002828041301550>
5. BIS. (2022). Annual Economic Report 2022. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2022e.pdf>
6. BIS. (2023). Central bank balance sheets: Drivers and implications. BIS Working Paper No. 1069. Bank for International Settlements.
7. BIS. (2024). BIS Quarterly Review, June 2024: International banking and financial market developments. Bank for International Settlements.
8. Blinder, A., Ehrmann, M., de Haan, J., & Jansen, D.-J. (2022). Central bank communication with the general public: Promise or false hope? *Journal of Economic Literature*, 61(2), 1-38. <https://doi.org/10.1257/jel.20211671>
9. Campbell, J. R., Evans, C. L., Fisher, J. D. M., & Justiniano, A. (2022). Macroeconomic effects of Federal Reserve forward guidance. *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2012, 1-54. <https://doi.org/10.1353/eca.2012.0004>
10. Carvalho, C., Ferrero, A., & Nechio, F. (2023). Demographics and real interest rates: Inspecting the mechanism. *European Economic Review*, 88, 208-226. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2016.05.025>
11. Clarida, R. H., Galí, J., & Gertler, M. (2022). The science of monetary policy: A New Keynesian perspective. *Journal of Economic Literature*, 37(4), 1661-1707. <https://doi.org/10.1257/jel.37.4.1661>
12. ECB. (2021). The ECB’s monetary policy strategy statement. European Central Bank.

https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.en.html

13. ECB. (2023). Economic Bulletin, Issue 8/2023. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/index.en.html>

14. Federal Reserve. (2023). Monetary Policy Report, February 2023. Board of Governors of the Federal Reserve System. https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpc_default.htm

15. Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., & Sack, B. (2021). The financial market effects of the Federal Reserve’s large-scale asset purchases. *International Journal of Central Banking*, 7(1), 3-43.

16. Galí, J. (2021). *Monetary policy, inflation, and the business cycle: An introduction to the New Keynesian framework and its applications* (3rd ed.). Princeton University Press.

17. Gertler, M., & Karadi, P. (2021). A model of unconventional monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 58(1), 17-34. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2010.10.004>

18. IMF. (2021). *World economic outlook: Managing divergent recoveries*. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO>

19. IMF. (2022). *Global financial stability report: Navigating the high-inflation environment*. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR>

20. IMF. (2023). *World economic outlook: A rocky recovery*. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>

21. IMF. (2024). *Uzbekistan: 2024 Article IV consultation-Press release; staff report*. IMF Country Report No. 24/108. International Monetary Fund.

22. Kim, S., & Park, Y. (2021). Monetary policy and capital flows in emerging markets: Evidence from Korea. *Journal of International Money and Finance*, 71, 2-18. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2016.11.002>

23. Krishnamurthy, A., & Vissing-Jorgensen, A. (2022). The effects of quantitative easing on interest rates: Channels and implications for policy. *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2011, 215-265. <https://doi.org/10.1353/eca.2011.0019>

24. Kuroda, H., & Nakaso, H. (2021). Unconventional monetary policy and the banking sector in Japan. *Journal of Financial Regulation*, 7(1), 1-31. <https://doi.org/10.1093/jfr/fjab001>

25. Lagarde, C., Lane, P. R., & de Guindos, L. (2021). The ECB’s strategy review: A comprehensive response to a changed world. *ECB Blog*. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210708~49cddb9d5a.en.html>