



MOLIYA VA BANK ISHI

O'ZBEKISTON RESPUBLIKASI BANK-MOLIYA AKADEMIYASI ILMIY JURNALI



ИНФЛЯЦИОН ТАРГЕТЛАШ РЕЖИМИДА ФОИЗ КАНАЛИНИНГ САМАРАДОРИЛИГИ

Абсаламов А.Т.

Тошкент халқаро университети, кафедра мудири, PhD., доцент
Ўзишмалар учун электрон почта: akramabsalamov@gmail.com

Асамов Р.Б.

Тошкент халқаро университети проректори, PhD.
Ўзишмалар учун электрон почта: ravshan4@naver.com

Абдурахмонов И.Х.

Ренессанс таълим университети, кафедра профессор, и.ф.д.
Ўзишмалар учун электрон почта: a.ilyos@mail.ru

Мақола ҳақида маълумот

Аннотация

Топширилган вақти: 13.11.2023
Қабул қилинган вақти: 29.11.2023

Таянч сўз ва иборалар: Марказий банк, инфляция, фоиз канали, пул массаси, пул бозори.

Илмий мақолада мамлакатимизда инфляцион таргетлаш амалиёти таҳлил қилинган. Бунда Марказий банк фоиз сиёсатининг инфляцияни жиловлашдаги ўрни эмпирик таҳлил қилинган. Таҳлил 2016M12-2023M9 оралиғидаги статистик кўрсаткичлардан фойдаланган ҳолда SVAR модели қўлланилди ва Марказий банк асосий фоиз ставкаси, пул бозоридаги фоиз ставка ҳамда кенг маънодаги пул массаси ўсишининг инфляцияга таъсири кўрилди. Таҳлил натижасига кўра, асосий фоиз ставка ва пул бозоридаги фоиз ставкаларнинг инфляцияга таъсири сезилмади. Аксинча, кенг маънодаги пул массасининг ўсиши инфляция билан тўғри прорационал эканлиги аниқланди.

INTEREST RATE CHANNEL UNDER INFLATION TARGETING – SVAR APPROACH

Absalamov A.T.

Tashkent International University, Head of the Department of Economics, PhD, Associate Professor
Corresponding author: email: akramabsalamov@gmail.com

Asamov R.B.

Tashkent International University, Vice Rector, PhD
Corresponding author: email: ravshan4@naver.com

Abdurakhmonov I.Kh.

Renaissance University of Education, DSc, Associate Professor
Corresponding author: email: a.ilyos@mail.ru

ARTICLE INFO

Abstract

Received: 13.11.2023
Accepted: 29.11.2023

Key words: Central bank, inflation, interest channel, money supply, money market.

The scientific article analyzes the practice of inflation targeting in our country. Empirically analyzed the role of the Central Bank's interest policy in curbing inflation. The analysis applied the SVAR model using statistics for the period 2016M12-2023M9 and examined the impact of the Central Bank interest rate, money market rate and broad money supply growth on inflation. According to the result of the analysis, the main interest rate and money market rate did not have an impact on inflation. On the contrary, the growth of the money supply was found to be directly proportional to inflation.

Кириш

Мамлакатда инфляция даражасини пасайтириш Марказий банкларнинг бош мақсадига айланган. Инфляциянинг юқори даражада намоён бўлиши иқтисодий ўсишнинг секинлашига ва аҳоли даромадларининг реал қийматининг тушиб кетишига олиб келади. Ўзбекистон Республикасининг мустақилликдан кейинги даврида юқори инфляция даражаси кузатилганлиги ва фақатгина 2003-2016 йилларда инфляция битта рақам билан ифодаланишига эришган. Аммо 2017 йилдан мамлакатимизда инфляция даражасининг ошиши кузатилган. Бунга йиллар давомида йиғилиб қолган муаммоларни, хусусан кенг қамровли давлат дастурларининг бажарилиши, нақд пул масаласининг хал этилиши, миллий валютамизнинг эркин конвертирланиши таъминланиши ва бошқа шу каби долзарб масалаларни сабаб сифатида келтиришимиз мумкин.[5], [7]

Иккинчи Жаҳон урушидан кейин марказий банкларнинг иқтисодиётдаги аҳамияти кучайиб борди. Улар юқорида келтирган мақсадга эришиш йўлида бир қанча усуллардан фойдаланишган. Жумладан 1970 йиллардаги “нефт инқироzi” натижасида кўплаб ривожланган давлатлар иқтисодиётида кузатилган юқори даражадаги инфляцияга Марказий банклар асосан пул массаси ўсишини таргетлаш орқали курашган ва бу ўзининг ижобий натижасини берган. Аммо 1990 йилдан кейин марказий банклар инфляцияни билвосита эмас балки бевосита тартибга солиш учун тўғридан-тўғри инфляцияни таргетлашга ўтишган. Мамлакатимизда ҳам 2019 йилдан тўғридан-тўғри инфляцион таргетлаш режимига ўтди. Бунга Президентимиз Шавкат Мирзиёевнинг 2017 йил 13 сентябрдаги “Пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш чоратадбирлари тўғрисида”ги ПҚ-3272-сонли Қарори асос бўлганлигини таъкидлашимиз лозим.

Инфляцион таргетлаш асосидаги ғоя швециялик иқтисодчи, капитал, нарх даражаси ва иш ҳақининг умумий назариясини илмий тадқиқ қилган олим Виксель Кнутга таълуқлидир. К.Виксель 1896 йилда Швеция иқтисодчилар ассоциациясида Марказий банкнинг бош мақсади миллий валютани товар ва хизматларга нисбатан барқарорлигини таъминлаш ҳисобланиши кераклигини таъкидлаб ўтган. Ўша даврда Марказий банклар миллий валютанинг истеъмол товарларига қараганда олтин нархига нисбатан барқарорлигини сақлашни бош мақсад сифатида билишган. Унинг бу қарашлари 1914 йилга қадар, яъни олтин стандартида инқироз кузатилганига қадар қўллаб-қувватланмаган. 1931 йилда Швеция Рикс банки бу олимнинг миллий валюта барқарорлигини истеъмол товарларига нисбатан таъминлаш кераклигини амалиётга жорий қилди ва 1931 йил сентябрь ойида ўз олдига бош мақсад сифатида мамлакатда нарх барқарорлигини таъминлаш қилиб белгилади. 1938 йилда Швеция Рикс банки нарх даражасининг барқарорлигини таъминлашга эришиб, истеъмол товарлар нархини 1928 йилдаги нарх даражасига қайтаришга муваффақ

бўлган. Шундай қилиб, биз Швецияни инфляцияни таргетлаган давлатлар ичида биринчилардан бўлганлигини келтиришимиз мумкин. Чунки, инфляцион таргетлаш хусусиятлари билан 1931 йилда Швеция Рикс банкнинг нарх барқарорлигини таъминлаш хусусиятлари бир-бирига жуда яқин ҳисобланади.[5]

Юқорида таъкидлаганимиздек, 1990 йилда Янги Зеландия биринчилардан бўлиб инфляцион таргетлашга ўтган бўлса, 2005 йилга қадар асосан индустриал ривожланган давлатлар Марказий банклари бу каби таргетлашга ўтишган. 2005 йилдан ҳозирги даврга қадар инфляцион таргетлашга ўтган давлатлар қаторида ривожланаётган давлатларнинг улуши катта қисмни ташкил этмоқда.

Охириги йилларда турли давлатлар Марказий банклари валюта курсини таргетлашдан ёки пул массаси ўсишини таргетлашдан кўра тўғридан-тўғри инфляцияни таргетлашни ўз олдига асосий мақсад сифатида белгиламоқда. Хусусан, 2010 йилда Халқаро Валюта Фондига аъзо давлатлар Марказий банкларининг 16,4 фоизи инфляцион таргетлаш режимига ўтишган бўлса, 2018 йилга келиб, 21,4 фоиз давлатлар Марказий банклари инфляцион таргетлаш режимини амалиётга қўллашган. Ажабланарлиси бу жараён доимий ўсиш тенденциясига эга бўлмоқда. Бундан, дунёнинг кўпчилиги давлатлари алмашинув курсини таргетлаш эффект бермаётганлигини ва инфляцияни тўғридан-тўғри таргетлаш лозимлигини тан олаётганлиги борасида хулоса чиқарсак бўлади.

Биз илмий ишимизда Марказий банк томонидан инфляцион таргетлаш режимини қўллашда қандай воситалардан фойдаланишини ва ушбу воситаларнинг таъсир кучини аниқлашни мақсад қилганмиз. Хусусан, Марказий банк фоиз сиёсатининг инфляцион жараёнларга таъсири эмпирик баҳолаш орқали тегишли хулосалар қабул қилиш илмий ишимизнинг асосини ташкил қилади. Бунда биз қуйидаги гипотезаларни олдимишга қўйямиз. Биринчидан, Марказий банк фоиз ставкасига инфляцион жараёнларга тескари пропорционал таъсири мавжуд бўлиши лозим. Иккинчидан, пул массасининг ўсишига эса инфляция даражаси тўғри пропорционал бўлиши лозим.

Адабиётлар шарҳи

Қайта молиялаш сиёсати марказий банклар арсеналидаги асосий инструментлардандир. Марказий банклар айнан қайта молиялаш сиёсатидан молия бозорига, ташқи савдо операциялар ҳажмига таъсир этишда ва провардида ялпи ишлаб чиқаришдаги қутилган ўзгаришларга олиб келишда кенг фойдаланиладилар. Шу мақсаддан келиб чиққан ҳолда, ривожланган ва ривожланаётган давлатлар олимлари ва илмий мактаблар томонидан қайта молиялаш инструментини қўллаш ва унинг самарадорлигини ўлчаш йўлида кенг тадқиқотлар олиб борилган. Хусусан, Марказий банк монетар сиёсат қайта молиялаш инструментининг иқтисодиётга таъсирининг илмий-амалий жиҳатлари хорижлик иқтисодчи олимлардан J.M.Keynes, Irving

Fisher, Wicksell Knut, M.Friedman, J.Tobin, R.Dornbusch, J.E.Stiglitz, B.Bernanke, M.Gertler, A.S.Blinder, Frederic S. Mishkin, V.Ramey, A.K.Kashyap, J.C.Stein, J.B.Taylor, Peter N. Ireland, шу жумладан россиялик иқтисодчи олимлардан С.Р.Моисеев, Е.А.Леонтьева, С.М.Дробышевский, П.В.Трунин, Д.И.Кондратов, С.А.Андрюшин, И.С.Иванченко, И.Л.Кавицкаялар ва бошқаларнинг илмий ишларида атрофлича ўрганилган ва таҳлил этилган. Ўзбекистонлик иқтисодчи олимлардан Т.Қоралиев, Ш.Абдуллаева, О.Намозов, Т.Бобоқулов, Н.Жумаев, Ф.Додиев, А.Абсаламов ва бошқалар Марказий банк валюта сиёсати ҳамда марказий банк пул-кредит сиёсати инструменларининг иқтисодиётга таъсири юзасидан илмий тадқиқотлар олиб боришган.

Frederic.Mishkin фикрича марказий банк қайта молиялаш инструменти орқали иқтисодий ўсишга таъсир қилиш охириги 50 йилда олимлар эътиборидан четда қолмаган. Унинг фикрича, марказий банк пул массасини қисқартириши орқали реал фоиз ставкани оширади ва бу корхоналарга қайта ишлаб чиқаришни кенгайтиришни қимматлаштиради ҳамда уларнинг инвестицион харажатларини камаяди. Инвестицион харажатларнинг қисқариши ялпи талабни камайтиришга ва натижада ялпи ишлаб чиқаришнинг камайишига олиб келади. Унинг фикрича марказий банк пул массасини камайтириш орқали ёки пул массаси ўсишини секинлатиш орқали реал фоиз ставкани қисқартиради ва бу нафақат корхоналарнинг инвестицион харажатларини балки аҳолининг кредитларга боғлиқ истеъмолини ҳам камайтиради. Шунингдек, марказий банк қаттиқ пул кредит сиёсатини олиб бориши орқали реал фоиз ставканинг ошиши нафақат фоиз сиёсати орқали ялпи талабга балки кредит канали орқали ҳам кутилган пасайишни янада кучайтиради.[3]

Eggertsson G.B., Juelsrud R.E., Summers L.H., ва Wold E.G. тадқиқотларидан кўришимиз мумкинки, марказий банклар асосий фоиз ставкани пасайтириш биринчи галда тижорат банкларида аҳолининг қисқа муддатли депозитлари фоизини пасайтиради. Бунинг таъсирида тижорат банкларида ресурснинг камайиши ва бу банк кредитлари фоизини пасайтиради. Тижорат банклари кредитлари фоизининг ошиши корхоналар учун ишлаб чиқаришни кенгайтириш учун харажатлар қимматга тушади ва бу инвестицион харажатларини камайтиради. Провардида ялпи талабнинг пасайиши ва ялпи ишлаб чиқаришнинг камайишига олиб келади.[2]

Юқоридаги олимларнинг фикрларини қуйидаги схема орқали тасвирлашимиз мумкин:

$i_{MB} \uparrow \Rightarrow i_{\text{депозит}} \uparrow \Rightarrow \text{Кредит}$
 $\text{ресурслари} \downarrow \Rightarrow i_{\text{кредит}} \uparrow \Rightarrow Y \downarrow$

Улар ушбу фикрга 2012-2016 йилларда ривожланган давлатларда дефляциянинг олдини олиш учун марказий банклар томонидан реал фоиз ставкани манфий ҳолатга тушурган вақтидаги вазиятда келишган. Буни қуйидагича тушунтиришимиз мумкин. Марказий банклар фоиз ставкани пасайтириш дастлаб банклараро фоиз ставканинг пасайишига олиб келади ва тижорат банклари пул бозоридан ресурс жалб қилиши

қийинлашади. Аммо тижорат банклари рақобатга жавоб чидаши ҳамда мижозларини йўқотмасликлари учун балансидаги бошқа активларни, мисол учун қимматли қоғозларини сотиш орқали мижозларини кредитлашади. Бу вазият маълум бир давр давом этиши тижорат банкларига кредитлаш амалиётини қимматлаштиради. Натижада тижорат банклари депозитлар фоизини пасайтиришга мажбур бўлишади.

Ben Bernanke 2010-2020 йиллардаги иқтисодий инқироздан кейинги даврда ривожланган давлатларда паст инфляция, ва ҳатто дефляция даврида марказий банк учун қўшимча инструментлар мавжудлигини таҳлил қилган. Хусусан, марказий банклар томонидан асосий номинал фоиз ставкани етарли даражада пасайтириш ва натижада реал фоиз ставка манфий ҳолатга келиши марказий банклар томонидан иқтисодий стимул бериш учун фоиз сиёсатидан фойдаланиш имкониятини чеклаб қўйишини таъкидлаган. Бундай вазиятда марказий банклар иқтисодиётга стимул бериши учун узоқ муддатли фоиз ставкаларга, бошқа активлар баҳосига ёки қимматли қоғозларга урғу беришини маслаҳат беради. Хусусан, бу вазиятда марказий банкларда иккита инструмент, яъни марказий банк томонидан узоқ муддатли активларни сотиб олиши, ёки марказий банкларнинг узоқ муддатли режаларини аниқлаштириш ва ошкоралаштириш орқали иқтисодий агентлар қарорларига таъсир кўрсатиш мумкин.

M.Ampudia, D.Georgarakos, J.Slcalek, O.Tristani, P.Vermeulen, ва G.Violante каби иқтисодчилар Евро ҳудудда монетар сиёсатнинг аҳоли даромадлари ва бойликларига қандай даражада гетероген таъсир (heterogeneous effects) кўрсатиши мумкинлигини таҳлил қилган. Улар дастлаб монетар сиёсатнинг Евро ҳудудда аҳоли даромадлари ва бойликлари ўртасидаги тенгсизликка таъсирини мавжуд ҳолатини таҳлил қилишган. Кейинги қадамда Евро ҳудудда уй хўжаликлари даромад ва харажатларига монетар сиёсатнинг турли инструментларининг, хусусан соф фоиз канали, вақтлараро алмаштириш (intertemporal substitution) ва билвосита даромад каналлари (indirect income channels)нинг таъсирини эмпирик таҳлил қилган. Улар монетар сиёсат фоиз каналидан кўра асосан билвосита даромад канали ликвид активларга эга бўлмаган ўй хўжаликлари қарорларига катта таъсир қилишини аниқлашган. Уларнинг хулосаларига кўра айнан билвосита даромад канали уй хўжаликларининг истеъмол харажат ўзгаришига таъсир қилувчи асосий канал ҳисобланади.[1].

Тадқиқот методологияси

Илмий тадқиқотни амалга оширишда индукция, дедукция, синтез, қиёсий таҳлил ҳамда эконометрик модел каби усуллардан фойдаланилган. Инфляцион таргетлаш режимига Марказий банк фоиз сиёсатининг таъсирини таҳлил қилишда Ўзбекистон Республикаси Марказий банк, Статистика қўмитасининг расмий

статистик маълумотларидан фойдаланилган. Шунингдек, инфляцион жараёнларга таъсирини баҳолашда 2016M12-2023M09 давр оралиғидаги ойлик инфляция даражасининг ўзгаришига ([CPI] _t) таъсир қилувчи Марказий банк инструментларидан асосий фоиз ставкасининг ойлик ўсиши ([RINR] _t) ва кенг пул массасининг ойлик ўсиши ([M2] _t) олинган бўлса, айнан бу кўрсаткичлар пул бозори орқали инфляцион жараёнларга таъсири мавжудлиги учун илмий ишимизда пул бозоридаги фоиз ставкасининг ойлик ўзгариши ([RMMR] _t) ҳам олинган. Статистик маълумотлар ойлик кўрсаткичлардан иборат ҳамда ушбу кўрсаткичлар 2017 йил январь ойдаги нарх даражасига нисбатан реал кўрсаткичларга ўтказилган.

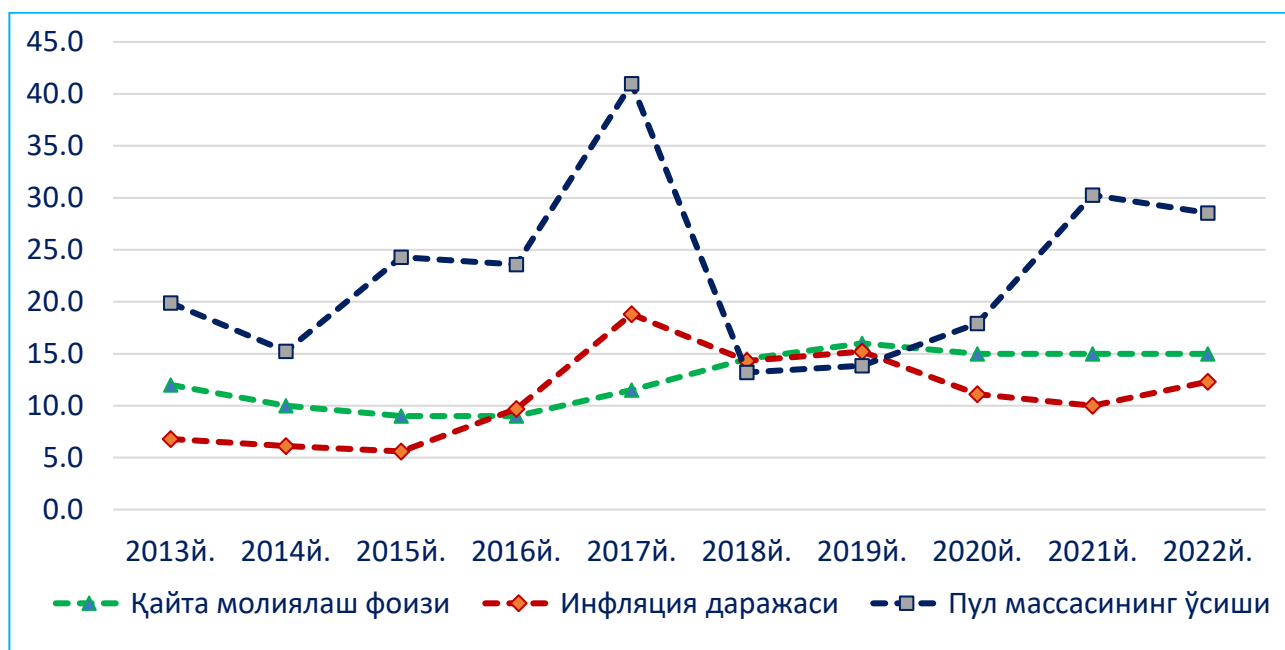
Таҳлил ва натижалар муҳокамаси

Иқтисодиётда инфляция даражасини паст ушлаш марказий банкларнинг асосий вазифаларидан биридир. Инфляция даражасининг юқори бўлиши иқтисодиётда ялпи талабнинг пасайиб кетишига ва провардида реал ишлаб чиқариш ҳажмининг пасайишига олиб келади. Шундан келиб чиққан ҳолда Марказий банклар турли инструментларидан

фойдаланиб инфляцион спиралнинг кенгайишига йўл қўйишмайди.

Марказий банклар инфляцияни жиловлашда турли оралиқ мақсадлардан фойдаланишган ва бунда инфляция кўрсаткичи стратегик мақсад бўлиб қолган. Охирги йилларда янги технологияларнинг кучайиши марказий банкларга инфляцияни оралиқ мақсад, яъни таргет сифатида кўришмоқда. Аммо марказий банклар бу таргетни амалга оширишнинг уddасидан чиқиши қийин кечмоқда. Биз қуйида Ўзбекистон мисолида Марказий банк фоиз сиёсатининг инфляцияга таъсири борасида эмпирик таҳлиллар олиб борамиз.

Мамлакатимизда инфляция даражаси 2016 йилда кучайишни бошлади. Бунга 2016 йилгача сақланиб қолган нақд пул муомаласидаги муаммоларни, валюта алмашинувидаги муаммоларни ҳал қилишга қаратилган чора-тадбирлар натижасида юзага келди. Инфляция асосан 2017-2019 йилларда катта кўрсаткичга чиқди. Хусусан, 2017 йилда инфляция даражаси 18,8 фоизга, 2018 йилда 14,3 фоизга ва 2019 йилда эса 15,2 фоизгача кўтарилди. Ўша даврда пул массасининг йиллик ошишига назар солсак, унда энг юқори кўрсаткич 2017 йилда бўлиб, ўтган йилга нисбатан пул массасининг ошиши 41 фоизни ташкил қилган.



1-расм. 2016-2022 йилларда макроиқтисодий индикаторларнинг ўзгариш динамикаси

Иқтисодиётдаги инфляция даражасини пасайтиришда монетар сиёсат фоиз каналининг таъсирини аниқ баҳолашда эмпирик таҳлилларни олиб бориш мақсадга мувофиқдир. Шу муносабат билан эндоген омиллар сифатида Марказий банк қайта молиялаш реал фоизи ([RINR] _t) ҳамда муомаладаги пул массаси ўсиши ([M2] _t) олинган бўлса, экзоген омиллар сифатида пул бозоридаги фоиз ставкасининг ўзгариши ([RMMR] _t), иқтисодиётдаги инфляция даражаси ўзгариши ([CPI] _t) танланган.

Пул бозоридаги фоиз ставкасининг танланганлигига сабаб, монетар сиёсат қарорлари

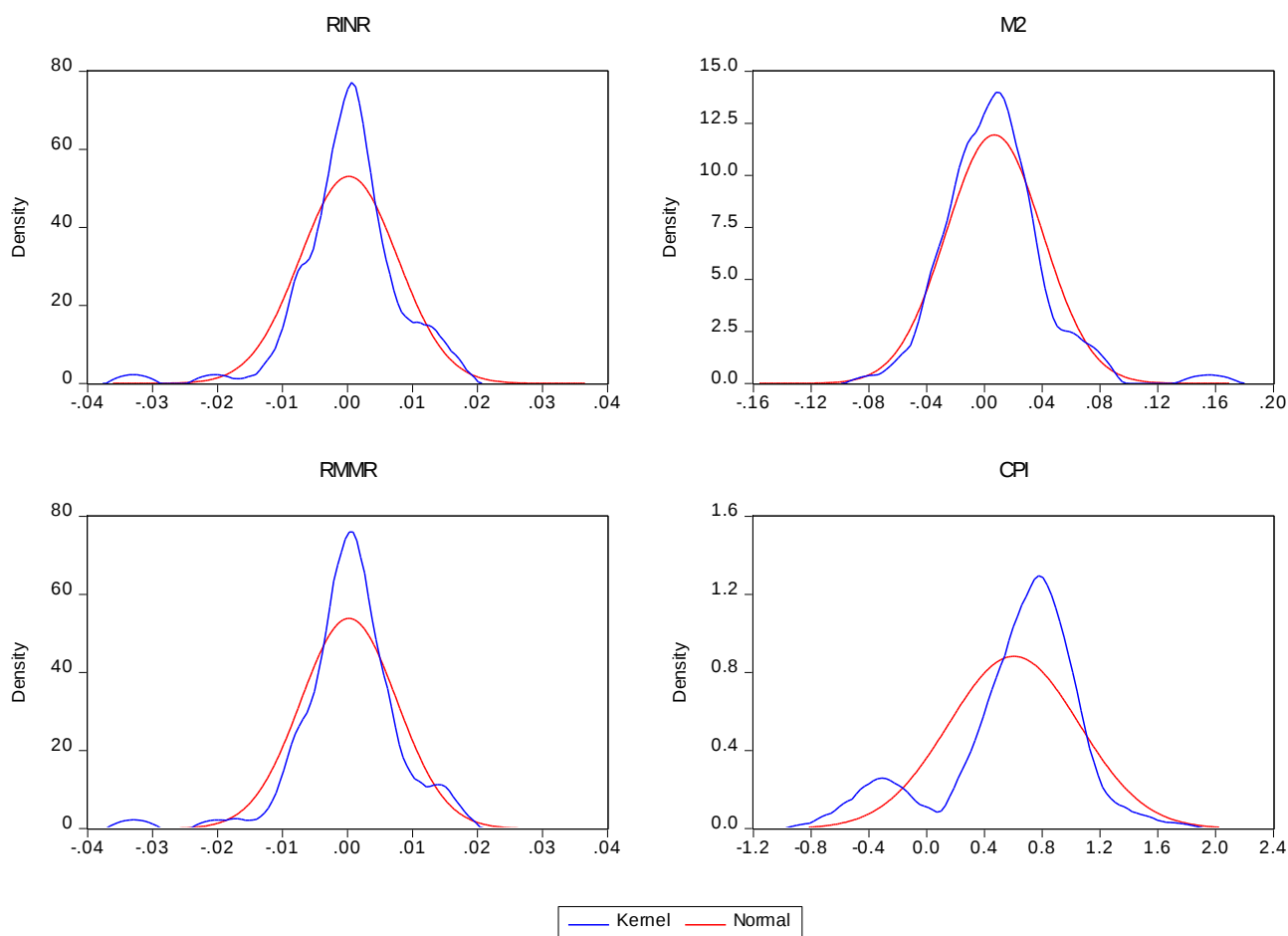
айнан пул бозори орқали иқтисодиётга ёйилади. Бунда Марказий банк пул массасини ўзгартириши, асосий фоиз ставкасининг ўзгариши дастлаб пул бозоридаги фоиз ставкага таъсир кўрсат а д и. Пул бозоридаги фоиз ставкасининг ўзгариши эса қолган фоиз ставкаларга таъсир кўрсатиб, якуний натижада ялпи талабга таъсир кўрсатади.

Танланган кўрсаткичларнинг 2016M12-2023M9 давр оралиғидаги статистик маълумотлари ойлар кесимида ва ўсишда олинган. Шунингдек, танланган кўрсаткичлар 2017 йил январь ойидаги нархлар даражасига нисбатан реал кўрсаткичларга

ўтказилган.

Эконометрик таҳлилнинг дастлабки босқичида бир қатор статистик ҳисоб-китобларни амалга оширдик. Булар, танланган маълумотларнинг тасвирий статистикаси- бу ерда асосан маълумотларнинг ўртача кўрсаткичлари, максимал ва

минимал кўрсаткичлари, ўртачадан четлаш и ш и (стандарт дисперцияси) каби кўрсаткичлари таҳлил қлинган. Шунингдек, илмий ишида танланган кўрсаткичларнинг нормал тақсимотини ҳам таҳлил қилганмиз.



2-расм. Танланган кўрсаткичларнинг нормал тақсимоти

Маълумотларнинг нормал тақсимотини текшириш учун Жак Бера коэффицентидан фойдаланилди. Таҳлиллар шуни кўрсатмоқдаки, фақатгина инфляция даражасидан ташқари қолган кўрстакичлар нормал тақсимотга эга. Чунки, бу кўрсакичлар учун ҳисобланган Жак-Бера коэффиценти ишончли ва

уларнинг эҳтимоллиги 0,05 дан кичик эканлиги аниқланди. Танланган кўрсаткичлар ёрдамида 81 та кузатув амалга оширилди. Қуйида танланган кўрсаткичларнинг тасвирий статистикасини таҳлил қиламиз.

1-жавдал.

Кўрсаткичларнинг тасвирий статистикаси

	RINR	M2	RMMR	CPI
Mean	0.000212	0.005867	0.000216	0.600144
Median	0.000000	0.009226	0.000352	0.693147
Maximum	0.016124	0.113875	0.016380	1.629241
Minimum	-0.032976	-0.091287	-0.032915	-0.693147
Std. Dev.	0.007518	0.035380	0.007412	0.453635
Probability	0.000000	0.658763	0.000000	0.000619
Observations	81	81	81	81

Кузатув натижаларига кўра Марказий банк асосий фоиз ставкасининг ойлик реал кўрсаткичи ўртача

0,0002 фоизга тенг бўлиб, ушбу кўрсаткич қўрилган даврда максимум 0,016 фоизга ва минимум -0,033 фоизга тенг бўлган. Марказий банк асосий фоиз ставкасининг ойлик реал кўрсаткичининг ўртачадан четлашиш кўрсаткич 0,0075 фоизга тенг бўлган. Шунингдек, муомаладаги пул массасининг ойлик реал кўрсаткичининг ўзгариши ўртача 0,0059 фоизга тенг бўлиб, ушбу кўрсаткич қўрилган даврда максимум 0,114 фоизга ва минимум -0,091 фоизга тенг бўлган. пул массасининг ойлик реал кўрсаткичининг ўзгариши дисперцияси 0,035 га тенг бўлган.

Иқтисодиётдаги фоиз ставкаларнинг

хусусиятларига эътибор қаратсак, пул бозоридаги фоиз ставкасининг ойлик кўрсаткичи ўртача 0,0002 га тенг бўлиб, ушбу кўрсаткич қўрилган даврда 0,016 фоиз ва -0,033 фоиз атрофида тебранган. Пул бозоридаги фоиз ставкасининг ойлик реал кўрсаткичининг дисперцияси 0,0074 га тенг бўлган. Кузатув натижаларига кўра иқтисодиётдаги ойлик инфляция даражаси ўртача 0,60 фоизга тенг бўлиб, унинг дисперцияси 0,45 фоизга тенг бўлган.

Таҳлилнинг кейинги босқичида танланган танланган кўрсаткичларнинг корреляцион боғлиқлиги таҳлил қилинган.

2-жадвал

Танланган кўрсаткичлар ўртасида корреляцион матрица

	RINR	M2	RMMR	CPI
RINR	1			
M2	0.1487	1		
RMMR	0.9920	0.1587	1	
CPI	-0.4120	0.3926	-0.3908	1

Танланган кўрсаткичларнинг инфляция даражасига корреляциясини кўрсак унда бу кўрсаткичлар мантиқан тўғри қўрилган. Хусусан, Марказий банк фоиз ставкаси ҳамда пул бозоридаги фоиз ставкаларининг ошиши инфляция даражасига тескари таъсир кўрсатаётган бўлса, пул массасининг ошиши эса тўғри пропорционал таъсир кўрсатмоқда. Демак, биз томонимиздан инфляцияга таъсир

кўрсатаётган омилларни танлаганимиз нотўғри бўлмаган.

Таҳлилимизнинг кейинги босқичида структуравий векторли авторегрессия (SVAR) моделидан фойдаланамиз. SVAR моделдан фойдаланишда, дастлаб танланган кўрсаткичлар асосида Augmented Dickey-Fuller Test ўтказамиз. Augmented Dickey-Fuller Test модели куйидаги қўринишда келтирамиз:

$$\begin{aligned} \Delta RINR_t &= \alpha_1 + \beta_1 RINR_{t-1} + \gamma_1 \Delta RINR_{t-1} + \dots + \gamma_{p-1} \Delta RINR_{t-(p-1)} + \tau_t \\ \Delta M2_t &= \alpha_2 + \beta_2 M2_{t-1} + \gamma_2 \Delta M2_{t-1} + \dots + \gamma_{p-1} \Delta M2_{t-(p-1)} + \theta_t \\ \Delta RMMR_t &= \alpha_3 + \beta_3 RMMR_{t-1} + \gamma_3 \Delta RMMR_{t-1} + \dots + \gamma_{p-1} \Delta RMMR_{t-(p-1)} + \sigma_t \\ \Delta CPI_t &= \alpha_4 + \beta_4 CPI_{t-1} + \gamma_4 \Delta CPI_{t-1} + \dots + \gamma_{p-1} \Delta CPI_{t-(p-1)} + \theta_t \end{aligned}$$

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

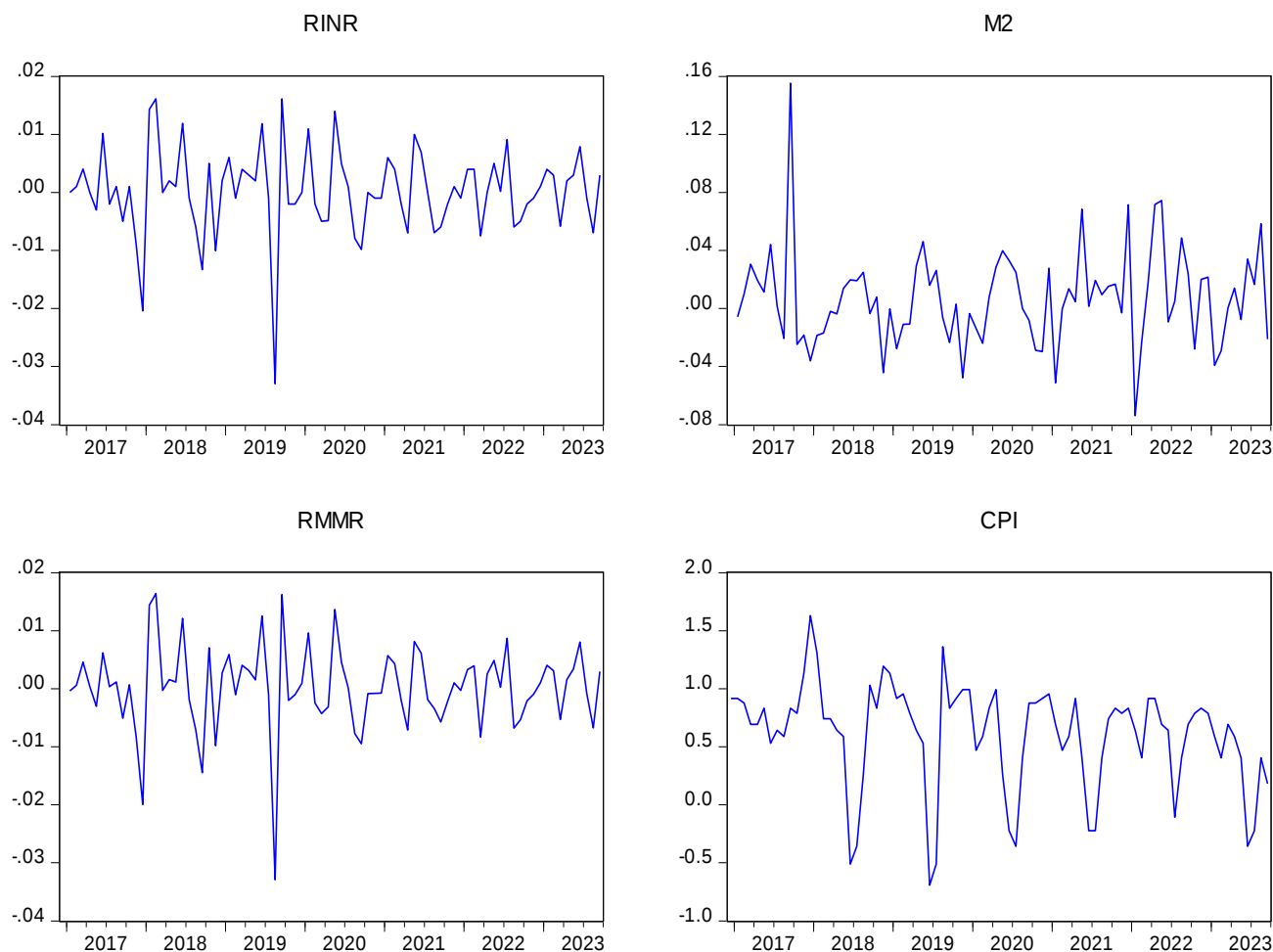
3-жадвал

Augmented Dickey-Fuller Test натижаси

	Кўрсаткичлар	t-Statistic	Probability	Хулоса
1	RINR	-7.103466	0.0000	I(0)
2	M2	-8.602958	0.0000	I(0)
3	RMMR	-6.717566	0.0000	I(0)
4	CPI	-6.717566	0.0000	I(0)

Ушбу Augmented Dickey-Fuller Test модели орқали кўрсаткичларни бирлик илдизга текширимиз ва ушбу кўрсаткичлар стационар ёки ностационар

эканлиги юзасидан хулоса қилишимиз мақсадга мувофиқдир.



3-расм. Танланган кўрсаткичларнинг динамикаси

Юқоридаги жадвал ва расм маълумотларидан кўриниб турибдики, танланган кўрсаткичлардан барчаси стационар ҳолат бўлмоқда. Танланган кўрсаткичларнинг стационар ҳолатида бўлиши бизга SVAR моделидан фойдаланишга имкон беради.

Таҳлилимининг кейинги босқичидан SVAR модел учун оптимал “лаг”ни танлаб олишимиз лозим. Бунинг учун Lag Length Criteria учулидан фойдаланамиз.

4-жадвал

SVAR модели учун оптимал “лаг” танлаш (Lag Length Criteria) усули

Lag	LogL**	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	805.8962	NA	1.06e-14	-20.82847	-20.70672	-20.77977
1	894.6962	166.0675	1.60e-15	-22.71938	-22.11060	-22.47588
2	905.3257	18.77423	1.84e-15*	-22.57989*	-21.48408*	-22.14158*
3	924.9108	32.55706*	1.69e-15	-22.67301	-21.09018	-22.03989
4	938.9067	21.81180	1.81e-15	-22.62095	-20.55110	-21.79303

Таҳлил маълумотлардан кўриниб турибдики, Final prediction error, Akaike information criterion, Schwarz information criterion ва Hannan-Quinn information criterion тестларида оптимал “лаг”лар сони 2 тани, ташкил этмоқда.

Танланган “лаг” асосида шакллантирилган SVAR модел натижаларини қуйидаги жадвалдан кўришимиз мумкин.

5-жадвал

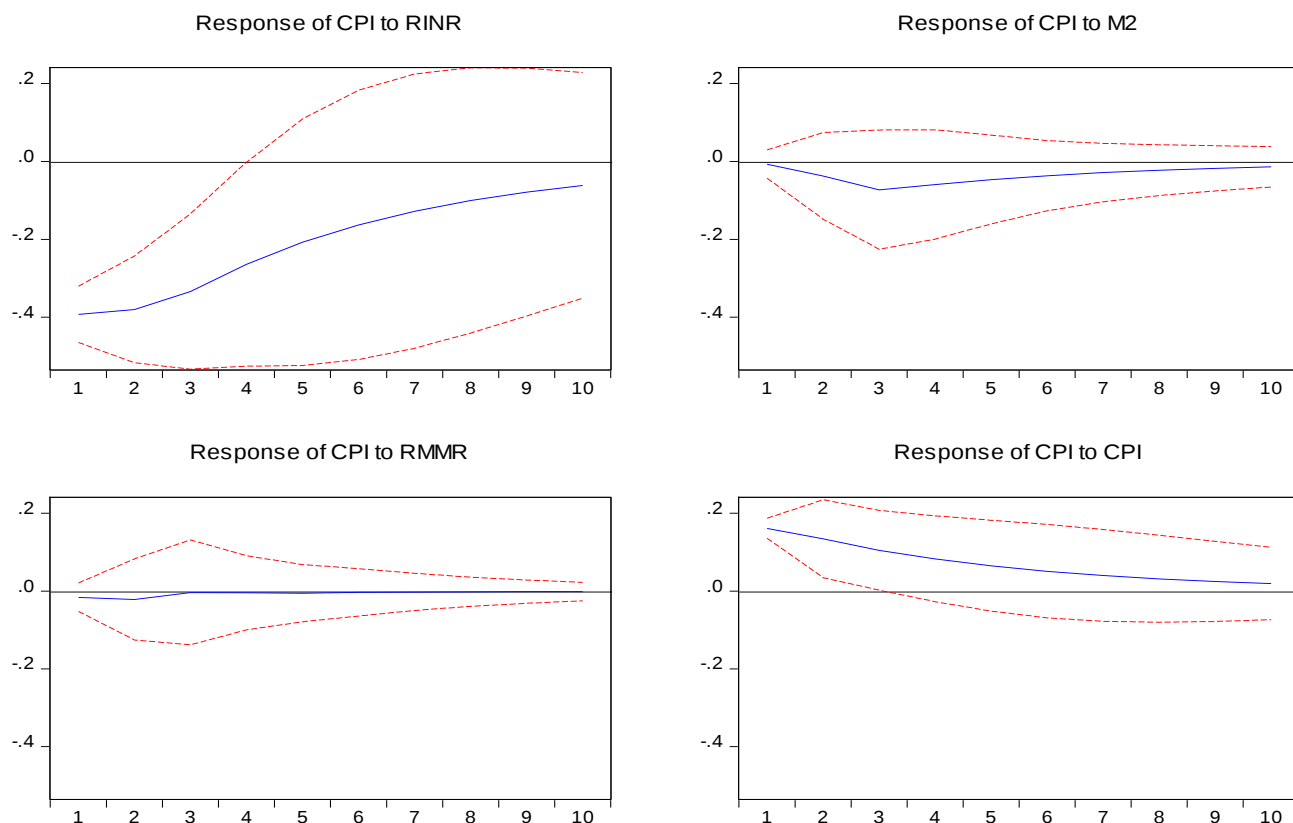
Фоиз каналининг инфляцияга таъсири бўйича SVAR модели

Vector Autoregression Estimates (with restrictions)

	RINR	M2	RMMR	CPI
RINR(-1)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.271160 (0.10941) [2.47837]	1.947742 (19.0643) [0.10217]
RINR(-2)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.165378 (0.10912) [1.51559]	-16.16423 (19.0133) [-0.85015]
M2(-1)	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.000763 (0.00308) [-0.24774]	-0.877700 (0.53676) [-1.63517]
M2(-2)	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.000406 (0.00315) [-0.12876]	1.199378 (0.54880) [2.18546]
RMMR(-1)	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.270308 (0.11092) [-2.43704]	-8.763920 (19.3267) [-0.45346]
RMMR(-2)	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.169805 (0.10978) [-1.54680]	12.31207 (19.1284) [0.64365]
CPI(-1)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000702 (0.00062) [1.12335]	0.833331 (0.10885) [7.65584]
CPI(-2)	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.000120 (0.00063) [-0.18955]	-0.040399 (0.10990) [-0.36760]
C	0.000204 (0.00085) [0.24006]	0.006964 (0.00378) [1.84332]	-0.000118 (0.00085) [-0.13796]	0.132644 (0.05746) [2.30847]

Модел натижаларидан кўришимиз мумкинки, фоиз каналининг инфляция даражасига таъсири сезилмаган. Марказий банк асосий фоиз ставкасининг ошиши пул бозоридаги фоиз ставкани оширмоқда. Яъни Марказий банк асосий фоиз ставкасининг бир фоизга ошиши кейинги ойда пул бозоридаги фоиз ставкани 0,27 фоизга оширмоқда. Аммо Марказий банк асосий фоиз ставки ҳам пул бозоридаги фоиз ставка ҳам иқтисодиётдаги инфляция даражасини пасайтиришга хизмат қилмаяпти.

Аксинча, муомаладаги пул массасининг ошиши инфляция даражасига таъсир қилмоқда. Хусусан, муомаладаги пул массасининг бир фоизга ошиши икки ойдан кейин инфляция даражасини 1,19 фоизга ошириши аниқланди. Шунингдек, инфляция кўрсаткичлари ўртасида автокорреляция аниқланди. Яъни олдинги ойда инфляция кўрсаткичининг бир фоизга ошиши кейинги ойдан инфляция даражасини 0,83 фоизга ошириши маълум бўлди.

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.

4-расм. Танланган кўрсаткичларнинг инфляцияга импульс реакцияси.

Танланган кўрсаткичларнинг инфляцияга импульс реакциясидан кўришимиз мумкинки, Марказий банк асосий фоиз ставкасининг ошиши инфляция даражасини дастлабки икки ойда пасайтирмоқда

аммо кейинчалик унинг таъсир кучи йўқолмоқда. Шунингдек, Муомаладаги пул массасининг инфляцияга импульси икки ойдан кейин сезилмоқда.

Хулоса ва таклифлар

Хулоса сифатида айтишимиз мумкинки, маркоиктисодий барқарорликни таъминлаш, иқтисодий ўсиш ва инфляция даражасининг оптимал барқарорлигига эришиш ҳозирги замон муҳим масалалардан бирига айланган. Бу ҳолат асосан 2022 йилда бошланган геосиёсий зиддиялар натижасида янада яққол кўринди. Гарчи кўплаб давлатлар бугунги кунда инфляцион таргетлаш режимига ўтган ва бу соҳада марказий банклар катта муваффақиятга эришган бўлсада, аммо 2022 йилда инфляциянинг ошиши марказий банкларни қийин аҳволга солиб қўйди. Давлатлар инфляция даражасини пасайтириш учун биринчи галда фоиз ставкаларни оширган бўлсада, бунинг инфляцияга таъсири суств кечмоқда.

Мамлакатимизда инфляция даражасини пасайтириш ва бу асосан 2022 йилдаги вазиятдан кейин муҳимлиги янада ошди. Гарчи Ўзбекистон Республикаси Марказий банки инфляция даражасини 2021 йилда 10 фоизгача пасайтириш ҳамда 2023 йилда 5 фоиз даражадаги доимий инфляцион таргетни ўрнатишни мақсад қилган бўлсада, бугунги кунда бу мақсадга эришиш қанчалик қийин кечаётганлигини кўришимиз мумкин. Чунки, инфляция кўп омиллар ўзгарувчан кўрсаткич

ҳисобланиб, хориждан инфляция импортининг таъсири ҳам каттадир.

Таҳлил натижаларидан кўришимиз мумкинки, Марказий банк фоиз сиёсати орқали инфляцияни жиловлаш қийин жараёнлардан биридир. Инфляцияни жиловлашда Марказий банк қўли асосий арсинал бу пул массаси бўлса, уни камайтириш ёки ўсишини пасайтириш ялпи талабни ҳам пасайтириб юборади ва провардида реал ишлаб чиқаришга ҳам салбий таъсир кўрсатади. Шу билан бирга пул массаси орқали инфляцияни жиловлаш қисқа вақтда амалга ошмаслигини инобатга олсак, бу восита самараси паст бўлиб қолмоқда.

Ўйлаймизки, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки мамлакат иқтисодиётида нарх барқарорлигини таъминлашда муҳим икки зарурий шартга эътибор қаратиши лозим. Булар, биринчидан иқтисодий ўсиш ва инфляция даражаси ўртасидаги оптимал балансга эришиш ҳамда иккинчидан инфляциянинг прогноз кўрсаткичи билан унинг мақсадли кўрсаткичи ўртасидаги тафовутни камайтиришда Марказий банк пул-кредит сиёсати трансмиссион механизми ривожланган бўлиши мақсадга мувофиқдир. Чунки ривожланган давлатлар тажрибасидан фойдаланган ҳолда Марказий банк “арсенал”ида инфляцияга етарлича таъсир кўрсатадиган трансмиссион

механизм каналларини ривожлантириш ҳаётий муҳим ва долзарб саналади.

Фойдаланилган адабиётлар

1. Ampudia, M., Georgarakos, D., Slacalek, J., Tristani, O., Vermeulen, P., & Violante, G. (2018). Monetary policy and household inequality.
2. Eggertsson, G. B., Juelsrud, R. E., Summers, L. H., & Wold, E. G. (2019). Negative nominal interest rates and the bank lending channel (No. w25416). National Bureau of Economic Research.
3. Mishkin, F.S. (1995). Symposium on the monetary transmission mechanism. Journal of Economic perspectives, 9(4), 3-10.
4. Жумаев Н., Абсаламов А. (2020). Инфляцион таргетлаш режимини қўллаш макроиқтисодий барқарорлик ва аҳоли фаравонлигини таъминлашнинг зарурий шарти // review.uz – CERR иқтисодий таҳлил журналі – Тошкент
5. Absalamov, A., Kurbonbekova, M., & Inogamov, X. (2022). Қайта молиялаш фозизининг бозор фозиз ставкаларига ҳамда макроиқтисодий кўрсаткичларга таъсирининг SVAR модели. MOLIYA VA BANK ISHI, 8(4), 5-14.
6. Bernanke, B. S. (2020). The new tools of monetary policy. American Economic Review, 110(4), 943-83.
7. Khannaev, Sh. "MACROPRUDENTIAL AND MONETARY POLICIES: CASE OF UZBEKISTAN." International Finance and Accounting 2020.6 (2020): 14.