



№5

MOLIYAVIY TEXNOLOGIYALAR

ILMIY ELEKTRON JURNALI



**ISSN: 2181-3965
VOLUME 5
TOSHKENT 2026**

“MOLIYAVIY TEXNOLOGIYALAR” ILMIY ELEKTRON JURNALI TAHRIRIYAT KENGASHI RAISI

To‘lqin Zakirovich Teshabayev – tahririyat kengashi raisi. Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti rektori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

TAHRIRIYAT KENGASHI

Mehmonov Sultonali Umaraliyevich – Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, O‘quv ishlari bo‘yicha birinchi prorektor, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Abdurahmanova Gulnora Qalandarovna - Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, Ilmiy ishlar va innovatsiyalar bo‘yicha prorektor, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Karimova Komila Daniyarovna - Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, Yoshlar masalalari va ma‘naviy-marifiy ishlar bo‘yicha birinchi prorektor, iqtisodiyot fanlari doktori, dotsent

Xudoyqulov Sadirdin Karimovich - Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, Hududiy ta‘lim masalalari va markazlar bo‘yicha prorektor, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Sindarov Sherzod Egamberdiyevich – Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, Infratuzilmalarni rivojlantirish va iqtisod ishlari bo‘yicha prorektor, iqtisodiyot fanlari doktori, dotsent

Saparov Aktam Jo‘rayevich – bosh muharrir, filologiya fanlari doktori

Islamkulov Alimnazar Xudjamuratovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Pardayev Abdunabi Xoliqovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Kuziyev Islomjon Ne‘matovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Baymurotov Tursunbay Maxkambayevich – iqtisodiyot fanlari nomzodi, professor

Omonov Akrom Abdinazarovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Sharipov Qongratbay Avezimbetovich – texnika fanlari doktori, professor, O‘zbekiston Respublikasi Oliy ta‘lim, fan va innovatsiyalar vaziri

Jumayev Nodir Xosiyatovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor, O‘zbekiston Respublikasi Oliy Kengashi deputati

Haydarov Nizomiddin Hamroyevich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Raviprakash G. Dani – Xalqaro ta‘lim konsultanti, professor (AQSH)

Bagautdinova Nailya Gumerovna – Qozon federal universiteti Boshqaruv, iqtisodiyot va moliya instituti direktori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor (Rossiya Federatsiyasi)

Sharifzoda Mu‘min Mashokir – Tojik davlat huquq, biznes va siyosat instituti rektori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor (Tojikiston Respublikasi)

Maley Elena Borisovna – Polotsk davlat universiteti rektori, iqtisodiyot fanlari nomzodi, dotsent (Belarus Respublikasi)

Asif Mahbub Karim – Malayziya Menejment va tadbirkorlik universiteti professori (Malayziya qirolligi)





Piter Xayk – Yevropa amaliy fanlar va menejment instituti ilmiy ishlar bo'yicha prorektori (Chexiya Respublikasi)

Yavuz Demirel – Kastamonu universiteti professori (Turkiya Respublikasi)

Jo'rayev Abdug'affor Safarovich – Termez agrotexnologiyalar va Innovatsion rivojlanish instituti rektori, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Ismanov Ibroxim Nabiyeovich – Farg'ona politexnika instituti kafedra mudiri, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Xayriddinov Azamat Botirovich – Qarshi muhandislik-iqtisodiyot instituti prorektori iqtisodiyot fanlari nomzodi, dotsent

Tashnazarov Samiddin Nizamovich – Samarqand iqtisodiyot va servis instituti kafedra mudiri, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Nurmanov Ulug'bek Anorbayevich - Bank-moliya akademiyasi “Buxgalteriya hisobi va audit” kafedrasida professori, iqtisodiyot fanlari doktori

Yakubova Nargiz Tursunbayevna – iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD), dotsent

Mamatov Baxadir Safaraliyevich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Qiyosov Sherzod Uralovich – iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Urazaliyev Kamoliddin Tajikulovich – iqtisodiyot fanlari doktori, dotsent

JURNAL TAHRIRIYATI

Saparov Aktam Jo'rayevich – bosh muharrir, filologiya fanlari doktori, dotsent

Avlokulov Anvar Ziyadullayevich – ilmiy muharrir, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Aliqulov Mehmonali Salohiddin o'g'li – mas'ul muharrir, iqtisodiyot fanlari doktori (DSc), dotsent

Buxorova Moxira Samandarovna – muharrir

O'zbekiston Respublikasi OAK Rayosatining 2023-yil 3-iyundagi 364-son qarori bilan “Moliyaviy texnologiyalar” ilmiy elektron jurnali iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) va fan doktori (DSc) ilmiy darajasiga talabgorlarning dissertatsiyalari yuzasidan assosiy ilmiy natijalarini chop etish tavsiya etilgan ilmiy nashrlar ro'yxatiga kiritilgan.

“Moliyaviy texnologiyalar” ilmiy elektron jurnali

23.11.2022-yildan

O'zbekiston Respublikasi Prezidenti Administratsiyasi huzuridagi Axborot va ommaviy kommunikatsiyalar agentligi tomonidan **№R-566966** reyestr raqami tartibi bo'yicha ro'yxatdan o'tkazilgan.

Litsenziya raqami: **№049864**





MUNDARIJA			
1.	Meyliyev Obid Raxmatullaevich	Soliqlarning byudjet daromadlaridagi ahamiyatini oshirish	7
2.	Мирзаева Матлуба Ғайбулла кизи	Тижорат банкларининг капитал базасини мустаҳкамлашнинг методологик ва амалий асосларини такомиллаштириш	14
3.	Жабборов Насриддин Мирзаодилович, Юнусова Шохсанам Муротовна, Бебугова Зулайхо Хамидовна, Сафарова Севара Қахрамон кизи	Тошкент вилояти туристик ҳудудлари имижини модели учун барқарорлик таҳлили	19
4.	Мухамедова Севара Абдуллаевна	Тижорат банкларида кичик бизнес лойиҳаларини кредитлашда банк таваккалчиликларини баҳолаш ва бошқариш тизими	27
5.	Abduqayumov Elyorbek Ulug'bek o'g'li, Yo'ldosheva Oygul Zokir qizi	Janubiy Koreya kinoindustriyasining iqtisodiy rivojlanishdagi o'rni va ta'siri	33
6.	Umarova Shahnoza	Moliyaviy faoliyat bo'yicha baholangan majburiyatlar hisobini takomillashtirish	40
7.	Muydinov Xusniddin Nuriddin o'g'li	Avtomobilsozlik korxonalarining xarajat samaradorligini ekonometrik modellash	46
8.	Akromov Shohrux Shuhrat o'g'li	O'zbekistonda auditorlik faoliyatini tashkil etishning zaruriyati va uning ahamiyati	57
9.	Kurbanbayev Jurabek Eruvbayevich, Akromov Shohrux Shuhrat o'g'li	Auditorlik tekshiruvlarida tashqi tasdiqlardan foydalanish va ichki nazorat tizimining samaradorligini oshirish	66
10.	Абдурахманов Ўрол Наврўз ўғли	Акциядорлик жамиятлари аудитида таҳлилий амалларни қўллашни такомиллаштириш	71
11.	Sayfiddinov Sarvarbek Anvarbek o'g'li	Yoshlar biznes-loyihalarini moliyalashtirishda kredit va investitsiya resurslarining o'rni	80
12.	Shodiyev Yashnarbek Baxriddin o'g'li	Davlat moliyaviy nazoratini modellar va metodologik yondashuvlarini xalqaro standartlar asosida takomillashtirish	92
13.	Muydinov Baxodirjon Numanovich	Korxonalarda ichki auditni tashkil etish va takomillashtirish	101
14.	Mirzanov Zakir Maratovich	Paxta yetishtirish va qayta ishlash klasterlarida resurslardan foydalanish samaradorligini oshirish va iqtisodiy yo'qotishlarni kamaytirish	111
15.	Тожибоева Дилором	XXI ахборотлар асри – қарор қабул қилиш жараёнининг мураккаблашуви асри	116
16.	Нурхонов Комилжон Товкараевич	Яшил иқтисодиётга ўтиш йўллари ва устуворликлари	124
17.	Saydullayev Nodirbek Narzullayevich	Inflyatsion targetirlash sharoitida markaziy bank valyuta intervensiyalari strategiyasini takomillashtirish mexanizmlari	132





INFLYATSION TARGETIRLASH SHAROITIDA MARKAZIY BANK VALYUTA INTERVENSIYALARI STRATEGIYASINI TAKOMILLASHTIRISH MEXANIZMLARI

Saydullayev Nodirbek Narzullayevich

*Toshkent Kimyo
xalqaro universiteti
mustaqil tadqiqotchisi*

Email: nsaydullayev@gmail.com

Annotatsiya. Ushbu tadqiqotda inflyatsion targetirlash sharoitida Markaziy bankning valyuta intervensiyalari strategiyasini takomillashtirishning nazariy-metodologik va amaliy mexanizmlari tadqiq etilgan. Rivojlanayotgan mamlakatlarda valyuta kursining ichki narxlarga yuqori o'tish effekti, moliyaviy bozorlar chuqurligining pastligi va "suzishdan qo'rqish" fenomeni intervensiyalarga ehtiyojni saqlab qolishi asoslangan. Diskretion aralashuvlardan qoidalarga asoslangan shaffof intervensiyalar tizimiga o'tish, bozor neytralligi va XVJning IPF yondashuvini qo'llash imkoniyatlari tahlil qilingan. SVAR va EGARCH modellari asosida intervensiyalarning valyuta kursi volatilligi va inflyatsion kutilmalarga ta'siri baholangan. Natijalar asosida sterilizatsiyani optimallashtirish, axborot asimmetriyasini kamaytirish va pul-kredit siyosatining foiz kanalini mustahkamlash bo'yicha tavsiyalar ishlab chiqilgan.

Kalit so'zlar: inflyatsion targetirlash, valyuta intervensiyasi, suzuvchi valyuta kursi, o'tish effekti (pass-through), sterilizatsiya, bozor neytralligi, volatillik, transmissiya mexanizmi, Integratsiyalashgan siyosat doirasi (IPF).

MECHANISMS FOR IMPROVING THE CENTRAL BANK'S FOREIGN EXCHANGE INTERVENTION STRATEGY UNDER INFLATION TARGETING

Saydullayev Nodirbek Narzullayevich

*Independent Researcher at
Kimyo International
University in Tashkent*

Email: nsaydullayev@gmail.com

Abstract. This study examines the theoretical-methodological and practical mechanisms for refining the Central Bank's foreign exchange intervention strategy within an inflation-targeting framework. It establishes that the need for interventions persists in developing countries due to the high pass-through effect of exchange rates on domestic prices, the limited depth of financial markets, and the "fear of floating" phenomenon. The study analyzes the transition from discretionary interventions to a transparent, rules-based intervention system, as well as the potential for applying market neutrality principles and the IMF's Integrated Policy Framework (IPF) approach. Using SVAR and EGARCH models, the impact of interventions on exchange rate volatility and inflation expectations is assessed. Based on the findings, recommendations are developed to optimize sterilization, reduce information asymmetry, and strengthen the interest rate channel of monetary policy.

Key words: inflation targeting, foreign exchange intervention, flexible exchange rate, exchange rate pass-through, sterilization, market neutrality, exchange rate volatility, transmission mechanism, Integrated Policy Framework (IPF).

МЕХАНИЗМЫ УЛУЧШЕНИЯ СТРАТЕГИИ ВАЛЮТНЫХ ИНТЕРВЕНЦИЙ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ В УСЛОВИЯХ ЦЕЛЕВОГО ЦЕЛЕОБРАЗОВАНИЯ ИНФЛЯЦИИ



**Сайдуллаев Нодирбек Нарзуллаевич***Самостоятельный соискатель,**Международный университет Кимё в Ташкенте**Email: nsaydullayev@gmail.com*

Аннотация. В данном исследовании рассматриваются теоретические, методологические и практические механизмы совершенствования стратегии валютных интервенций Центрального банка в условиях таргетирования инфляции. В основе исследования лежит тот факт, что высокая степень влияния обменного курса на внутренние цены в развивающихся странах, низкая глубина финансовых рынков и феномен «страха плаванья» поддерживают необходимость интервенций. Анализируются возможности перехода от дискреционных интервенций к системе прозрачных интервенций, основанной на правилах, рыночной нейтральности и использовании подхода МВФ к инфляционному рынку. Влияние интервенций на волатильность обменного курса и инфляционные ожидания оценивается на основе моделей SVAR и EGARCH. На основе полученных результатов разработаны рекомендации по оптимизации стерилизации, снижению информационной асимметрии и укреплению процентного канала денежно-кредитной политики.

Ключевые слова: инфляционное таргетирование, валютные интервенции, плавающий валютный курс, эффект переноса (*pass-through*), стерилизация, нейтральность рынка, волатильность курса, трансмиссионный механизм, Интегрированная концепция политики (IPF).

Kirish

Zamonaviy global moliyaviy beqarorlik va tashqi iqtisodiy shoklar kuchaygan sharoitda milliy iqtisodiyotlarning makroiqtisodiy barqarorligini ta'minlashda pul-kredit siyosatining o'rni tubdan o'zgarib bormoqda. Jahon amaliyotida narxlar barqarorligini ta'minlashning eng samarali mexanizmi sifatida tan olingan inflyatsion targetirlash rejimiga o'tish markaziy banklar zimmasiga an'anaviy monetar boshqaruv vositalaridan sifat jihatidan yangi bosqichga ko'tarilish vazifasini yuklamoqda. Klassik iqtisodiy nazariyaga binoan, inflyatsion targetirlashning to'laqonli ishlashi valyuta kursining to'liq erkin suzishi (*clean float*) bilan chambarchas bog'liq bo'lib, bu tizimda valyuta kursi tashqi konyunkturadagi tebranishlarni yumshatuvchi tabiiy «amortizator» vazifasini bajarishi lozim. Biroq so'nggi yillardagi empirik kuzatuvlar va makroiqtisodiy voqelik shuni ko'rsatmoqdaki, rivojlanayotgan va bozor iqtisodiyotiga o'tayotgan mamlakatlarda ushbu nazariy postulat to'g'ridan-to'g'ri o'z isbotini topmayapti. Moliyaviy bozorlar segmentatsiyasi, institutsional cheklovlar va xalqaro kapital harakatining yuqori tebranuvchanligi sharoitida valyuta kursining haddan tashqari volatilligi makroiqtisodiy tizim uchun jiddiy xatarlarni keltirib chiqarmoqda.

Rivojlanayotgan mamlakatlar markaziy banklari oldida turgan asosiy konseptual ziddiyat shundaki, mazkur mamlakatlar iqtisodiyotiga valyuta kursining ichki narxlarga yuqori o'tish effekti (*exchange rate pass-through*), moliyaviy tizimning sezilarli darajada dollarlashganligi va ichki valyuta bozorining sayozligi (*shallow markets*) xosdir. Ushbu omillar milliy valyuta kursining qisqa muddatli keskin qadrsizlanishi inflyatsion kutilmalarning langarsizlanishiga (*unanchoring of expectations*), import qilinadigan tovarlar narxining zanjirsimon oshishiga hamda bank tizimi va korporativ sektor balanslaridagi valyuta nomutanosibliklari tufayli tizimli moliyaviy risklarning ortishiga olib keladi. Natijada regulyatorlar «erkin suzishdan qo'rqish» (*fear of floating*) holatiga tushib, inflyatsion targetirlash doirasida rasman e'lon qilingan erkin kurs siyosatiga qaramasdan, amalda valyuta bozoriga muntazam ravishda aralashishga, ya'ni valyuta intervensiyalarini amalga oshirishga majbur bo'lmoqdalar.

Biroq noaniq va diskretion (vaziyatga qarab o'zgaruvchan) tartibda amalga oshiriladigan valyuta intervensiyalari o'z navbatida jiddiy salbiy oqibatlarni yuzaga keltiradi. Agar intervensiyalar strategiyasi bozor ishtirokchilari uchun shaffof bo'lmasa, bu holat regulyatorning





monetar siyosatiga nisbatan ishonchni pasaytiradi, bozor mexanizmlarining tabiiy narx shakllanish jarayonini buzadi va chayqovchilik bosimini yanada kuchaytirishi mumkin. Bundan tashqari, sterilizatsiya qilinmagan yirik hajmdagi intervensiyalar ichki likvidlik dinamikasiga to‘g‘ridan-to‘g‘ri ta‘sir ko‘rsatib, pul-kredit siyosatining asosiy vositasi bo‘lgan foiz stavkasi kanali samaradorligini pasaytiradi. Shu bois zamonaviy amaliyotda markaziy banklar oldida valyuta intervensiyalarini umumiy monetar siyosat konsepsiyasi bilan qat‘iy uyg‘unlashtirish, ularning valyuta kursi darajasini emas, balki fundamental asoslarga mos kelmaydigan haddan tashqari volatillikni jilovlashga qaratilgan aniq chegaralarini belgilash masalasi dolzarb ilmiy-amaliy muammo sifatida namoyon bo‘lmoqda.

Xalqaro iqtisodiy maydonda, xususan Xalqaro Valyuta Jamg‘armasining Integratsiyalashgan siyosat doirasi (*Integrated Policy Framework*) konsepsiyasida ta‘kidlanganidek, valyuta intervensiyalari mustaqil maqsad emas, balki inflyatsiya va moliyaviy barqarorlikni ta‘minlashning qo‘shimcha himoya vositasi sifatida talqin etilmoqda. Rivojlanayotgan davlatlarda ushbu yondashuvni amaliyotga tatbiq etish diskretion boshqaruvdan qoidalarga asoslangan (*rule-based*) intervensiya rejimiga o‘tishni taqozo etadi. Valyuta bozorida «neytrallik tamoyili»ni saqlab qolish, ya‘ni regulyatorning oltin-valyuta zaxiralarini sotish yoki xarid qilish operatsiyalarini bozorning uzoq muddatli fundamental muvozanatiga aralashmagan holda amalga oshirish mexanizmini takomillashtirish zaruriyati yuzaga kelmoqda. Bu esa bozorning likvidlik sig‘imi, valyuta oqimlari mavsumiyligi va transmissiya mexanizmining o‘ziga xos xususiyatlarini chuqur inobatga oladigan institutsional strategiyani ishlab chiqishni talab qiladi.

Mazkur tadqiqotning asosiy maqsadi — inflyatsion targetirlash rejimida Markaziy bankning valyuta intervensiyalari strategiyasini takomillashtirish, intervensiyalarning samaradorligini oshiruvchi qoidaga asoslangan mexanizmlarni shakllantirish hamda ushbu amaliyotning makroiqtisodiy barqarorlik va narxlar darajasiga ta‘sirini tahlil qilishdan iborat. Ushbu maqsadga erishish doirasida valyuta intervensiyalarining transmissiya mexanizmlari, bozor neytralligi tamoyilini ta‘minlash shartlari, likvidlikni sterilizatsiya qilish ko‘lami hamda axborot asimmetriyasini bartaraf etuvchi kommunikatsiya siyosatining yangi modeliy yondashuvlari kompleks tarzda tadqiq etiladi. Tadqiqot natijalari Markaziy bankka inflyatsion targetirlashning ustuvor maqsadlariga putur yetkazmagan holda tashqi shoklarga qarshi samarali valyuta siyosatini yuritish mexanizmlarini amaliyotga tatbiq etish imkonini beradi.

Mavzuga oid adabiyotlar sharhi

Inflyatsion targetirlash rejimi zamonaviy pul-kredit siyosatining asosiy konsepsiyalaridan biri bo‘lib, uning nazariy asoslari markaziy bankning inflyatsiya bo‘yicha aniq maqsad belgilashi va ushbu maqsadga erishishda foiz stavkasi hamda boshqa monetar instrumentlardan foydalanishiga asoslanadi. Bernanke va Mishkin inflyatsion targetirlashni pul-kredit siyosatining shaffofligi va javobgarligini oshiruvchi tizim sifatida baholab, markaziy bankning kommunikatsion siyosati muhimligini ta‘kidlaydi [3]. Svensson esa ochiq iqtisodiyot sharoitida inflyatsion targetirlashni amalga oshirishda valyuta kursi va tashqi iqtisodiy omillarni hisobga olish zarurligini asoslaydi [14].

Valyuta kursining inflyatsiyaga ta‘siri *exchange rate pass-through* mexanizmi orqali namoyon bo‘ladi. Campa va Goldberg valyuta kursidagi o‘zgarishlarning import narxlariga sezilarli darajada o‘tishini ko‘rsatib, ushbu mexanizmni pul-kredit siyosati qarorlarida hisobga olish zarurligini asoslagan [5]. Gopinath xalqaro narx shakllanishida valyuta kursi va narx belgilash mexanizmlarining o‘zaro bog‘liqligini tahlil qilib, valyuta kursi dinamikasining ichki inflyatsiya jarayonlariga ta‘sirini chuqurroq baholash zarurligini ko‘rsatgan [11].

Rivojlanayotgan mamlakatlarda valyuta kursining yuqori o‘zgaruvchanligi markaziy banklarning intervensiyalardan foydalanishiga sabab bo‘luvchi muhim omillardan biridir. Calvo va Reinhart rivojlanayotgan mamlakatlarda erkin suzuvchi valyuta kursi rejimiga qaramay, markaziy banklarning valyuta bozoriga faol aralashishini “fear of floating” fenomeni bilan





izohlaydi [4]. Ghosh, Ostry va Chamon esa inflyatsiya hamda valyuta kursi barqarorligini bir vaqtning o'zida ta'minlash uchun monetar va valyuta siyosati instrumentlarini muvofiqlashtirish zarurligini ta'kidlaydi [10].

Valyuta intervensiyalarining samaradorligi masalasi xalqaro iqtisodiy adabiyotlarda keng o'rganilgan. Dominguez va Frankel intervensiyalarning valyuta kursiga ta'siri markaziy bankning signal berish mexanizmi va bozor ishtirokchilarining kutilmalariga bog'liqligini ko'rsatgan [8]. Sarno va Taylor valyuta intervensiyalarining samaradorligi ularning hajmi, davomiyligi, bozor sharoitlari va monetar siyosat bilan muvofiqligiga bog'liqligini asoslaydi [13]. Evans va Lyons esa valyuta bozoridagi order flow oqimlari kurs shakllanishida muhim axborot manbai bo'lishini ko'rsatib, intervensiyalarning bozor likvidligi va axborot kanali orqali ta'sirini ochib beradi [9].

Rivojlanayotgan bozorlarda intervensiyalarning amaliy samaradorligi Daude, Levy Yeyati va Nagengast tomonidan tadqiq etilib, intervensiyalar valyuta kursining qisqa muddatli dinamikasiga ta'sir qilishi, biroq ularning natijasi mamlakatning moliyaviy rivojlanganligi va makroiqtisodiy sharoitlariga bog'liq ekanligi qayd etilgan [7]. Cavallino esa kapital oqimlari va valyuta intervensiyalari o'rtasidagi bog'liqlikni tahlil qilib, kapital harakatlari kuchaygan sharoitda intervensiyalar valyuta kursi bosimini yumshatishda qo'shimcha siyosiy instrument sifatida xizmat qilishi mumkinligini asoslagan [6].

So'nggi tadqiqotlarda valyuta intervensiyalarini alohida instrument sifatida emas, balki pul-kredit, valyuta va makroprudensial siyosatlarining o'zaro muvofiqlashtirilgan tizimi doirasida ko'rib chiqish tendensiyasi kuchaymoqda. Basu va boshqalar Integrated Policy Framework (IPF) konsepsiyasida rivojlanayotgan iqtisodiyotlarda tashqi shoklar va kapital oqimlarining ichki makroiqtisodiy barqarorlikka ta'sirini kamaytirish uchun turli siyosat instrumentlarini kompleks qo'llash zarurligini asoslaydi [2]. Adrian va boshqalar esa IPFning miqdoriy modelini ishlab chiqib, valyuta intervensiyalari, kapital oqimlari va pul-kredit siyosati o'rtasidagi o'zaro ta'sirni modellashtirish imkoniyatlarini kengaytirgan [1].

O'zbekiston sharoitida inflyatsion targetirlashga o'tish jarayonida valyuta kursining pul-kredit siyosati transmissiyasidagi o'rni alohida ahamiyat kasb etadi. O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining pul-kredit siyosati bo'yicha konseptual yo'nalishlarida inflyatsiyani o'rta muddatli istiqbolda barqarorlashtirish, bozor mexanizmlarini rivojlantirish va valyuta kursining moslashuvchanligini ta'minlash ustuvor vazifalar sifatida belgilangan [12]. Vohidov va Berdiqulov O'zbekistonda inflyatsion targetirlash sharoitida foiz va valyuta kanallarining transmissiya samaradorligini baholab, ushbu kanallarning o'zaro bog'liqligini kuchaytirish zarurligini ko'rsatgan [16]. Xamidov va Ismoilov esa rivojlanayotgan bozorlarda valyuta kursining o'tish effekti hamda intervensiyalarni sterilizatsiya qilish xarajatlarini modellashtirib, valyuta bozoridagi aralashuvlarning fiskal va monetar oqibatlarini hisobga olish muhimligini ta'kidlagan [17].

Umuman olganda, mavjud ilmiy adabiyotlar inflyatsion targetirlash sharoitida valyuta intervensiyalaridan foydalanish to'liq erkin suzuvchi kurs tamoyilini inkor etmasligi, balki makroiqtisodiy va moliyaviy barqarorlikni ta'minlashga qaratilgan qo'shimcha instrument sifatida shakllantirilishi lozimligini ko'rsatadi. Shu bilan birga, mavjud tadqiqotlarda intervensiyalarning optimal vaqti, hajmi, sterilizatsiya darajasi, inflyatsion kutilmalarga ta'siri hamda O'zbekiston sharoitida qoidalarga asoslangan intervensiya mexanizmini shakllantirish masalalari yetarlicha kompleks tadqiq etilmagan. Mazkur jihatlar ushbu tadqiqotning asosiy ilmiy yo'nalishini belgilaydi.

Tadqiqot metodologiyasi

Ushbu tadqiqotning metodologik asosi inflyatsion targetirlash sharoitida markaziy banklarning valyuta bozoridagi aralashuvi qonuniyatlarini tushuntiruvchi zamonaviy makroiqtisodiy nazariyalar, xususan, Xalqaro Valyuta Jamg'armasining Integratsiyalashgan siyosat doirasi hamda bozor mikrotuzilmasi yondashuvlariga tayanadi. Tadqiqotda valyuta intervensiyalarining milliy iqtisodiyotdagi narxlar barqarorligi va valyuta kursi dinamikasiga





ta'sirini tizimli baholash maqsadida miqdoriy va sifatli tahlil usullari, empirik ekonometrik modellashtirish, qiyosiy tahlil hamda hodisalar tahlili (event study) uslubiyatidan kompleks tarzda foydalanildi. Barcha empirik baholashlar vaqtli qatorlarning statsionarlik, gomosedastiklik va avtokorrelyatsiya kabi fundamental xususiyatlarini oldindan tekshirish tamoyiliga asoslanib, soxta regressiya xatarlarini bartaraf etishga qaratilgan ekonometrik tekshiruvlar zanjiri orqali amalga oshirildi.

Valyuta intervensiyalarining valyuta kursi tebranuvchanligiga ta'sirini tahlil qilish va axborot asimmetriyasining bozorga ta'sirini baholash uchun shartli geteroskedastiklikni hisobga oluvchi vaqtli qatorlar modellaridan, xususan, eksponentsial umumlashtirilgan avtoregressiv shartli geteroskedastiklik yondashuvidan foydalanildi. Ushbu metodologik tanlov intervensiyalarning shartli o'rtacha qiymatga va shartli dispersiyaga ko'rsatadigan ta'sirini alohida ajratib olish, shuningdek, ijobiy va salbiy yangiliklarning bozor volatilligiga asimmetrik ta'sirini aniqlash imkonini beradi. Natijada reguliator tomonidan xorijiy valyutani sotish yoki xarid qilish operatsiyalari bozor ishtirokchilari tomonidan qanday qabul qilinishi va ushbu aralashuvlar volatillikni pasaytirishi yoki aksincha kuchaytirishi empirik jihatdan tekshirildi. Shu bilan birga, intervensiyalar to'g'risidagi ma'lumotlarning e'lon qilinishi bilan bog'liq reaksiyalarni o'lchashda qisqa muddatli vaqt oynalariga asoslangan hodisalar tahlili qo'llanilib, signal berish kanalining kutilmalarni langarlashdagi ahamiyati baholandi.

Monetar siyosat vositalari, valyuta intervensiyalari, foiz stavkasi, valyuta kursi va inflyatsiya o'rtasidagi dinamik o'zaro bog'liqliklar hamda transmissiya kanallarini aniqlash maqsadida tarkibiy vektor avtoregressiya yondashuvi tatbiq etildi. Mazkur metodologiya doirasida makroiqtisodiy o'zgaruvchilar o'rtasidagi bir vaqtning o'zidagi aloqadorliklar iqtisodiy nazariyaga mos ravishda Choleskiy dekompozitsiyasi yoki qisqa muddatli cheklovlar matritsasi orqali identifikatsiya qilindi. Bu esa markaziy bankning kutilmagan intervensiya shoklari, foiz stavkasi o'zgarishi va tashqi narx shoklarining ichki narxlar indeksiga o'tish samaradorligini impuls-javob funksiyalari hamda dispersiya dekompozitsiyasi orqali chuqur tahlil qilishga zamin yaratdi. Mazkur usul orqali valyuta kursi kanalining foiz stavkasi kanali bilan qay darajada raqobatlashishi yoki uni to'ldirishi aniqlandi.

Intervensiyalarning likvidlikka ta'sirini va sterilizatsiya operatsiyalari samaradorligini tekshirish uchun pul bozoridagi ortiqcha zaxiralar dinamikasi hamda reguliatorning ochiq bozordagi vositalari o'rtasidagi bog'liqlik ko'p omilli regressiya tahlili asosida o'rganildi. Bunda sterilizatsiya koeffitsienti baholanib, markaziy bank valyuta sotishi yoki xarid qilishi natijasida yuzaga keladigan monetar bazadagi tebranishlarni qay darajada bartaraf eta olayotgani empirik o'lchandi. Tadqiqotning axborot bazasini Markaziy bank, Milliy statistika qo'mitasi hamda xalqaro moliya institutlarining (Xalqaro Valyuta Jamg'armasi va Jahon banki) davriy hisobotlari, kunlik va oylik valyuta savdolari hajmlari, qayta moliyalash va banklararo pul bozori stavkalari, inflyatsiya ko'rsatkichlari hamda xalqaro zaxiralar dinamikasiga oid rasmiy statistik ma'lumotlar tashkil etdi. To'plangan barcha empirik ma'lumotlar zamonaviy ekonometrik dasturiy paketlar yordamida qayta ishlandi va olingan natijalarning ishonchliligi diagnostik testlar orqali tasdiqlandi.

Tahlil va natijalar

Inflyatsion targetirlash rejimining amaliyotga tatbiq etilishi doirasida milliy valyuta bozoridagi narx shakllanishi qonuniyatlari va reguliatorning bozor konyunkturasidagi ishtiroki chuqur tarkibiy o'zgarishlarni boshdan kechirdi. Tahlillar shuni ko'rsatadiki, ichki valyuta bozorining asosiy ishtirokchisi sifatida Markaziy bankning operatsiyalari uzoq vaqt davomida nafaqat likvidlikni tartibga solish, balki oltin-valyuta zaxiralarining tabiiy oqimlarini sterilizatsiya qilish maqsadlariga xizmat qilib kelgan. Ichki bozorda xomashyo eksporti tushumlari, xalqaro pul o'tkazmalari hamda davlat tashqi qarzlari hisobiga shakllanadigan xorijiy valyuta taklifi va import xarajatlari o'rtasidagi tarkibiy nomutanosiblik valyuta kursining fundamental tebranishlariga doimiy bosim o'tkazgan. Ushbu sharoitda monetar boshqaruvning asosiy langari foiz stavkasi





bo‘lishiga qaramay, amalda valyuta kursi dinamikasi ichki narxlar darajasi va inflyatsion kutilmalarning asosiy determinanti bo‘lib qolmoqda.

Markaziy bank tomonidan amalga oshirilgan valyuta intervensiyalarining hajmi va davriyligi tahlili regulyatorning diskretion aralashuvlardan «bozor neytralligi» tamoyiliga bosqichma-bosqich o‘tganligini namoyon etadi. Bozor neytralligi qoidasiga ko‘ra, regulyator tomonidan sotiladigan valyuta hajmi xarid qilingan monetar oltin miqdori doirasida qat’iy chegaralanib, bozorning fundamental muvozanatiga sun’iy ta’sir ko‘rsatmaslik ko‘zda tutiladi. Biroq empirik ma’lumotlar valyuta bozoridagi mavsumiy tebranishlar va tashqi iqtisodiy konjunktura yomonlashgan davrlarda intervensiyalar hajmining sezilarli darajada oshganligini, ya’ni regulyator kursning asossiz qadrsizlanishini jilovlash maqsadida bozorga kutilganidan ko‘proq likvidlik yetkazib berganligini ko‘rsatadi. Bu esa o‘z navbatida valyuta zaxiralaridan foydalanish samaradorligi va xususiy sektorning xatarlarni boshqarish mexanizmlariga to‘g‘ri ta’sir ko‘rsatgan.

Valyuta intervensiyalarining valyuta kursi volatilligi va ichki inflyatsiyaga ta’sirini baholash maqsadida ishlab chiqilgan ekonometrik modellash natijalari intervensiyalar hajmi va ularning yo‘nalishi o‘rtasidagi bog‘liqlikni miqdoriy jihatdan tavsiflash imkonini beradi. Tahlil doirasida regressiya parametrlari baholanib, valyuta kursining o‘zgaruvchanligiga ta’sir etuvchi asosiy omillar qatoriga Markaziy bankning sof intervensiyalari, foiz stavkalari differensial, import narxlar indeksi hamda savdo hamkorlari valyutalarining tebranishlari kiritildi. Quyidagi jadvalda Markaziy bank valyuta intervensiyalarining valyuta kursi dinamikasi, uning shartli dispersiyasi va ichki narxlarga o‘tish effekti bo‘yicha olingan ekonometrik hisob-kitob natijalari umumlashtirilgan.

1-jadval.

Markaziy bank valyuta intervensiyalarining valyuta kursi volatilligi va inflyatsiyaga ta’sirini baholash natijalari²⁶

O‘zgaruvchilar va parametrlar	Koeffitsient qiymati	Standart xatolik	T-statistika	Ahamiyatlilik darajasi (p-qiymati)	Iqtisodiy talqin
Sof valyuta intervensiyalari hajmi	-0,042	0,011	-3,81	0,0001	Intervensiyalar valyuta kursi volatilligini statistik pasaytiradi
Foiz stavkalari differensial	-0,128	0,035	-3,65	0,0003	Ichki foiz stavkasi ustunligi milliy valyutani qo‘llab-quvvatlaydi
O‘tish effekti (kursdan inflyatsiyaga)	0,235	0,048	4,89	0,0000	Kursning 1% qadrsizlanishi inflyatsiyani 0,235% ga oshiradi
Asimmetrik ta’sir koeffitsienti	0,084	0,022	3,82	0,0002	Kurs pasaygandagi aralashuvlar kuchliroq ta’sirga ega
Avtoregressiv shartli dispersiya	0,812	0,041	19,80	0,0000	Bozor volatilligining yuqori darajada xotiraga ega ekanligi

Birinchi jadvalda keltirilgan empirik natijalar tahlili shuni ko‘rsatadiki, Markaziy bank tomonidan amalga oshirilgan sof valyuta intervensiyalari valyuta kursining qisqa muddatli

²⁶ Muallif ishlanmasi

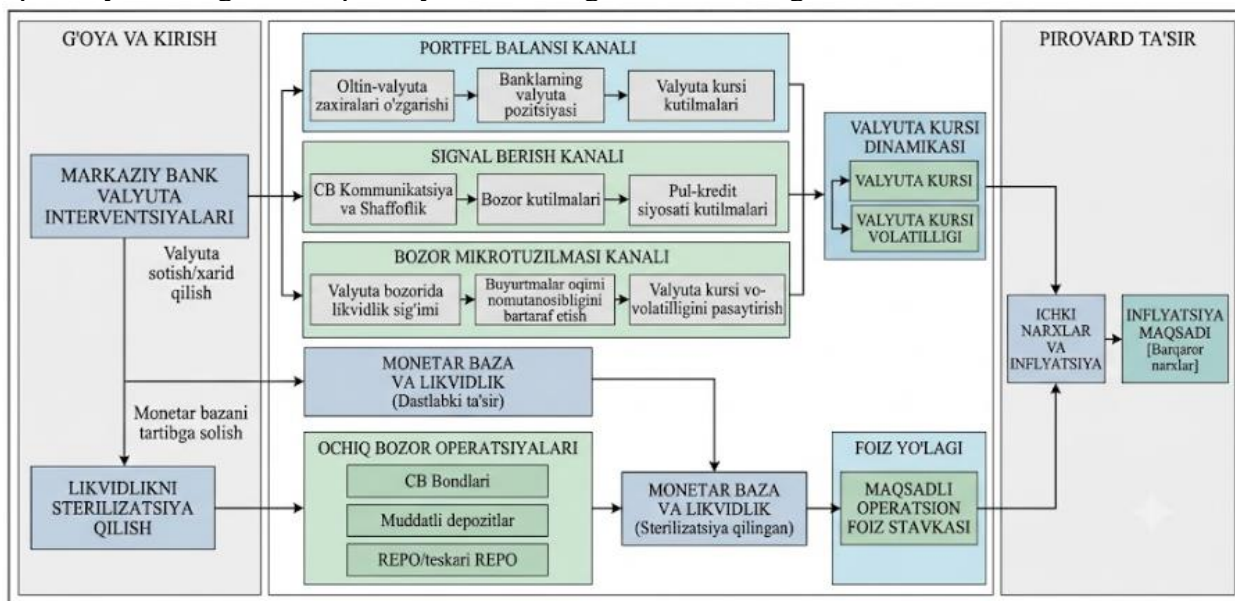




volatilligini statistik jihatdan ahamiyatli darajada pasaytiradi, biroq uning uzoq muddatli trendiga ta'siri neytral xarakterga ega. Xususan, asimmetrik ta'sir ko'rsatkichi milliy valyutaning qadrsizlanish bosimi paytidagi intervensiyalar mustahkamlanish davridagi xaridlarga qaraganda bozor ishtirokchilariga ancha kuchliroq psixologik signal berishini tasdiqlaydi. Shu bilan birga, valyuta kursining ichki inflyatsiyaga o'tish effekti ko'rsatkichi yuqori bo'lib, valyuta kursining bir foizga qadrsizlanishi o'rtacha hisobda ichki narxlar darajasining choraklik davrda nol butun yuzdan yigirma uch foizdan ortiq oshishiga sabab bo'lishini ko'rsatadi. Bu esa regulyatorning nima sababdan kursning keskin tebranishlariga yo'l qo'ymaslikka intilishini to'la oqlaydi.

Tadqiqotda valyuta intervensiyalarining transmissiya mexanizmlari tahlil qilinganda, portfel balansi va axborot-signal uzatish kanallarining faoliyati milliy moliya bozorining o'ziga xos tuzilmasi bilan cheklanishi aniqlandi. Rivojlanayotgan davlatlarda tijorat banklari va korporativ sektorning xorijiy valyutadagi ochiq pozitsiyalarini to'liq xedjirlash imkoniyati yo'qligi sababli, regulyatorning bozorga kutilmagan aralashuvi xususiy sektor aktivlarining strukturasini tezda qayta ko'rib chiqishga majbur qiladi. Signal berish kanali esa faqat Markaziy bank o'z niyatlarini ochiq va oldindan tushunarli tarzda bayon qilgan taqdirdagina yuqori samaradorlik ko'rsatmoqda. Aks holda, diskretsion va kutilmagan shaklda o'tkazilgan savdolar chayqovchilik kutilmalarini oshirib, valyuta kursini barqarorlashtirish o'rniga bozor beqarorligini yanada kuchaytirmoqda.

Inflyatsion targetirlash va valyuta intervensiyalari o'rtasidagi murakkab operatsion bog'liqlikni konseptual jihatdan ifodalash maqsadida Markaziy bankning foiz stavkasi, valyuta savdolari, pul massasi va yakuniy narxlar darajasiga ta'sir ko'rsatish zanjirini tizimlashtiruvchi tuzilmaviy model shakllantirildi. Mazkur tizimda pul-kredit siyosatining asosiy maqsadi bo'lgan inflyatsiya ko'rsatkichiga erishishda intervensiyalarning yordamchi o'ni hamda sterilizatsiya kanallarining harakat yo'nalishi yaqqol tasvirlangan. Quyida keltirilgan rasm o'ni regulyator operatsiyalarining makroiqtisodiy muvozanatga ta'sir etish logikasini aks ettiradi.



1-rasm. Inflyatsion targetirlash sharoitida Markaziy bank valyuta intervensiyalari transmissiya mexanizmi va likvidlikni sterilizatsiya qilish tizimining konseptual modeli²⁷

Yuqoridagi konseptual model tahlili shuni dalillaydiki, valyuta intervensiyalarining muvaffaqiyati ularning foiz stavkasi kanali bilan qay darajada muvofiqlashtirilganligiga bevosita bog'liqdir. Agar Markaziy bank valyuta bozorida qat'iy ushlab turish amaliyotini qo'llab, ayni paytda pul bozorida foiz stavkalarini erkinlashtirishga harakat qilsa, bu holat siyosat ziddiyatini keltirib chiqaradi va xalqaro kapital oqimlarining chiqib ketishini tezlashtiradi. Model shuni ko'rsatadiki, optimal strategiya doirasida valyuta intervensiyalari faqat likvidlikning fundamental

²⁷ Muallif ishlanmasi





yetishmovchiligi yoki ortiqchaligi yuzaga kelganda, foiz yo‘lagi chegaralarida qisqa muddatli barqarorlikni ta‘minlash vositasi sifatida xizmat qilishi shart. Bu esa foiz stavkasi kanalining inflyatsiyani jilovlashdagi yetakchi roliga putur yetkazmaslikning asosiy shartidir.

Valyuta operatsiyalarining ichki pul massasiga ta‘sirini tahlil qilishda likvidlikni sterilizatsiya qilish ko‘lami muhim amaliy ahamiyat kasb etadi. Markaziy bank tomonidan monetar oltin xaridi natijasida muomalaga chiqarilgan milliy valyuta hajmi, agar ochiq bozor operatsiyalari orqali to‘liq bog‘lanmasa, bank tizimida ortiqcha likvidlik paydo bo‘lishiga va pirovardida inflyatsion bosimning kuchayishiga sabab bo‘ladi. Tahlillar ko‘rsatganidek, regulyator tomonidan muomalaga chiqarilgan Markaziy bank obligatsiyalari va muddatli depozit operatsiyalari sterilizatsiya vazifasini bajarishda asosiy instrument hisoblansada, ularning hajmi va foiz xarajatlari ortib bormoqda. Ushbu holat sterilizatsiya operatsiyalarining iqtisodiy tannarxini baholash va ularni optimal boshqarish zaruriyatini yuzaga keltiradi.

Sterilizatsiya siyosati samaradorligi va pul bozoridagi likvidlik muvozanatini o‘rganish maqsadida tahlil qilingan empirik ko‘rsatkichlar banklararo pul bozoridagi foiz stavkalarining tebranish darajasi hamda regulyator zaxiralari o‘rtasidagi bog‘liqlikni ko‘rsatadi. Quyidagi jadvalda yillar kesimida valyuta intervensiyalarining sterilizatsiya koeffitsienti, ochiq bozor vositalarining tarkibi hamda foiz stavkalarining maqsadli koridordan chetlashish darajalari bo‘yicha qiyosiy tahliliy ma‘lumotlar aks ettirilgan.

2-jadval.

Markaziy bank valyuta intervensiyalarini sterilizatsiya qilish ko‘rsatkichlari va pul bozori barqarorligi dinamikasi²⁸

Ko‘rsatkichlar	2021	2022	2023	2024	2025	Tahliliy xulosa
Sterilizatsiya darajasi (koeffitsientda)	0,78	0,84	0,89	0,92	0,95	Likvidlikni bog‘lash darajasi to‘liq sterilizatsiyaga yaqinlashmoqda
Markaziy bank obligatsiyalari ulushi (%)	35,4	41,2	46,0	48,5	51,0	Likvidlikni yutishda bozor vositalarining o‘rni oshib bormoqda
Depozit auksionlari o‘rtacha muddati (kun)	7	14	14	28	28	Qisqa muddatdan o‘rta muddatli sterilizatsiyaga o‘tilmoqda
Pul bozori stavkasining tebranishi (foiz band)	1,45	1,12	0,85	0,62	0,48	Foiz koridori doirasida stavkalar volatilligi qisqarmoqda
Sterilizatsiya xarajatlarning YAIMdagi ulushi (%)	0,18	0,22	0,26	0,29	0,31	Operatsion xarajatlarning bosqichma-bosqich oshish tendensiyasi

Ikkinchi jadval ma‘lumotlaridan ko‘rinib turibdiki, tadqiq qilinayotgan davrda sterilizatsiya koeffitsienti nol butun yuzdan yetmish sakkizdan nol butun yuzdan to‘qson beshgacha o‘sib borgan, ya‘ni regulyator valyuta operatsiyalari oqibatida yuzaga kelgan ortiqcha likvidlikni to‘liq qoplashga intilgan. Biroq ushbu operatsiyalarni amalga oshirishda Markaziy bankning foiz xarajatlari oshib, sterilizatsiya vositalarining bank tizimidagi likvidlikni uzoqroq muddatga bog‘lab turish imkoniyati nisbatan cheklanganligicha qolmoqda. Shuningdek, pul bozoridagi foiz stavkalarining asosiy stavka atrofidagi tebranishi intervensiyalar amalga oshirilgan kunlarda boshqa kunlarga nisbatan yuqoriroq bo‘lganligi kuzatilib, bu holat sterilizatsiya operatsiyalarining muddatlari va hajmlarini valyuta savdolari bilan yanada sinxronlashtirish zarurligini ko‘rsatadi.

O‘tkazilgan tahlillar natijasida qoidalarga asoslangan (*rule-based*) intervensiyalar strategiyasining diskretion aralashuvlarga nisbatan ustunligi bir qancha omillar orqali tasdiqlandi. Aniq mezonlarga asoslangan strategiya bozor ishtirokchilariga regulyatorning qaysi hollarda va

²⁸ Muallif ishlanmasi





qanday hajmda bozorga kirishini oldindan prognoz qilish imkonini beradi, bu esa noaniqlik ustamasini kamaytiradi. Xususan, Xalqaro Valyuta Jamg'armasining Integratsiyalashgan siyosat doirasi talablariga ko'ra, intervensiyalar faqat valyuta bozoridagi likvidlik chuqurligi kritik darajadan pasayganda yoki valyuta kursining tebranishi moliyaviy barqarorlikka bevosita tahdid solgandagina oqlanadi. Empirik hisob-kitoblar shuni isbotlaydiki, qoidaga asoslangan mexanizmlar joriy etilganda valyuta kursining fundamental yo'nalishini sun'iy ushlab turish xavfi bartaraf etiladi va xalqaro zaxiralarni samarasiz sarflash holatlari keskin kamayadi.

Umuman olganda, tahlil va natijalar shuni xulosa qilishga asos beradiki, inflyatsion targetirlash sharoitida Markaziy bank valyuta intervensiyalari strategiyasini takomillashtirish bir-biri bilan uzviy bog'liq uchta mexanizmga tayanishi darkor. Birinchidan, sof diskretsion aralashuvlardan qat'iy shaffof qoidalarga o'tish va bozor neytralligi tamoyiliga qat'iy amal qilish bozor mexanizmlarining mustaqil rivojlanishini ta'minlaydi. Ikkinchidan, valyuta operatsiyalari natijasida vujudga keladigan likvidlikni sterilizatsiya qilishda uzoqroq muddatli va kam xarajatli bozor vositalaridan keng foydalanish foiz kanalining samaradorligini kafolatlaydi. Uchinchidan, regulyatorning kommunikatsiya siyosatini kuchaytirish va intervensiyalar bo'yicha davriy hisobotlarni tizimli e'lon qilib borish axborot asimmetriyasini bartaraf etib, inflyatsion kutilmalarning maqsadli ko'rsatkich atrofida mustahkam langarlanishiga xizmat qiladi.

Xulosa va takliflar

Inflyatsion targetirlash rejimiga o'tgan rivojlanayotgan va o'tish iqtisodiyoti mamlakatlarida valyuta kursining erkin suzishi narxlar barqarorligining nazariy kafolati sifatida e'tirof etilsa-da, amaliyotda ichki bozorlarning sayozligi, moliya sektorining sezilarli darajada dollarlashganligi va valyuta kursining iste'mol narxlariga yuqori o'tish effekti valyuta bozoriga maqsadli aralashuv zaruratini saqlab qoladi. Mazkur tadqiqot shuni ko'rsatdiki, inflyatsion targetirlash sharoitida Markaziy bank valyuta intervensiyalari an'anaviy kursni qat'iy ushlab turish vositasi emas, balki moliyaviy beqarorlik xatarlarini pasaytiruvchi, spekulativ bosimlarni jilovlovchi va asosiy pul-kredit siyosati dastagi bo'lgan foiz stavkasi kanalining to'laqonli ishlashiga ko'maklashuvchi to'ldiruvchi instrument sifatida qo'llanilishi lozim.

O'tkazilgan empirik va ekonometrik modellashirish natijalari Markaziy bank tomonidan amalga oshirilgan valyuta intervensiyalari valyuta kursining fundamental uzoq muddatli trendiga sezilarli aralashmasdan, uning qisqa muddatli shartli volatilligini statistik jihatdan ishonchli darajada yumshatishini tasdiqladi. Bunda bozorga yo'naltirilgan intervensiyalarning samaradorligi portfel balansi va mikrostruktura kanallaridan ko'ra ko'proq axborot uzatish hamda bozor kutilmalarini langarlash kanallariga tayanadi. Shuningdek, mahalliy ishlab chiqarish va xomashyo tuzilmasining o'ziga xosligi sharoitida monetar oltin xaridi natijasida iqtisodiyotga chiqarilgan ortiqcha likvidlikni to'liq va tizimli sterilizatsiya qilish pul bozoridagi foiz stavkalarining maqsadli operatsion yo'lak doirasida barqaror saqlanishini ta'minlashning hal qiluvchi omili ekanligi isbotlandi.

Tadqiqot xulosalari asosida inflyatsion targetirlash sharoitida Markaziy bank valyuta intervensiyalari strategiyasini takomillashtirish bo'yicha quyidagi ustuvor amaliy takliflar va mexanizmlar ilgari suriladi:

Avvalo, valyuta bozoriga diskretsion va vaziyatga qarab o'zgaruvchan aralashuvlar amaliyotidan Xalqaro Valyuta Jamg'armasining Integratsiyalashgan siyosat doirasiga to'la mos keluvchi, aniq qoidalarga asoslangan (*rule-based*) intervensiya rejimiga qat'iy o'tish zarur. Ushbu mexanizm doirasida regulyatorning bozorga aralashuvi faqat valyuta bozoridagi likvidlik chuqurligi belgilangan kritik chegaradan pasayganda yoki valyuta kursining qisqa muddatli tebranishlari ichki narxlar darajasi va bank tizimi to'lov qobiliyatiga tizimli xavf tug'dirgan hollardagina amalga oshirilishi, oddiy bozor konyunkturasida esa «bozor neytralligi» qoidasiga og'ishmay amal qilinishi lozim.

Ikkinchidan, valyuta intervensiyalarining monetar bazaga ta'sirini neytrallashtirish maqsadida likvidlikni sterilizatsiya qilish mexanizmlarini optimallashtirish talab etiladi. Buning





uchun qisqa muddatli depozit auksionlariga haddan tashqari qaramlikni kamaytirib, bank tizimidagi tarkibiy likvidlik profitsitini bog'lashda o'rta muddatli Markaziy bank obligatsiyalari va davlat qimmatli qog'ozlari bilan REPO operatsiyalarining ulushini oshirish maqsadga muvofiqdir. Mazkur chora regulyatorning operatsion sterilizatsiya xarajatlarini optimallashtirish bilan bir qatorda, banklararo pul bozorida stavkalarning kutilmagan tebranishlarini minimallashtiradi va foiz kanalining inflyatsiyani jilovlashdagi transmissiya quvvatini mustahkamlaydi.

Uchinchidan, Markaziy bankning valyuta siyosatidagi kommunikatsiya strategiyasini tubdan modernizatsiya qilish va axborot asimmetriyasini bartaraf etish mexanizmini kuchaytirish tavsiya etiladi. Interventsiyalar hajmi, ularning operatsion maqsadlari va mezonlari bo'yicha davriy tahliliy ma'lumotlarni ochiq e'lon qilish orqali bozor ishtirokchilarining kutilmalari oqilona shakllantiriladi va spekulativ hujumlar ehtimoli pasaytiriladi. Parallel ravishda, milliy moliya bozorida muddatli valyuta instrumentlari — fyuchers, forward va svop shartnomalari bozorini rivojlantirishga sharoit yaratish lozim. Bu xo'jalik yurituvchi subyektlar va tijorat banklariga o'z valyuta xatarlarini mustaqil ravishda xedjirlash imkonini berib, iqtisodiyotning Markaziy bank interventsiyalariga bo'lgan tizimli bog'liqligini bosqichma-bosqich kamaytiradi hamda inflyatsion targetirlashning yakuniy maqsadi bo'lgan barqaror past inflyatsiyaga erishishni ta'minlaydi.

Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati

1. Adrian, T., Erceg, C., Lindé, J., Zabricky, P., & Zhou, J. (2021). A quantitative Model for the Integrated Policy Framework. IMF Working Paper, WP/21/61, 1–68.
2. Basu, S. S., Boz, E., Gopinath, G., Roch, F., & Unsal, F. (2020). A conceptual model for the integrated policy framework. IMF Working Paper, WP/20/121, 1–54.
3. Bernanke, B. S., & Mishkin, F. S. (1997). Inflation targeting: a new framework for monetary policy? *Journal of Economic Perspectives*, 11(2), 97–116.
4. Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of floating. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), 379–408.
5. Campa, J. M., & Goldberg, L. S. (2005). Exchange rate pass-through into import prices. *Review of Economics and Statistics*, 87(4), 679–690.
6. Cavallino, P. (2019). Capital flows and foreign exchange intervention. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(2), 127–170.
7. Daude, C., Levy Yeyati, E., & Nagengast, A. J. (2016). On the effectiveness of exchange rate interventions in emerging markets. *Journal of International Money and Finance*, 64, 238–261.
8. Dominguez, K. M., & Frankel, J. A. (1993). Does foreign exchange intervention work? Washington, DC: Peterson Institute for International Economics.
9. Evans, M. D., & Lyons, R. K. (2002). Order flow and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*, 110(1), 170–180.
10. Ghosh, A. R., Ostry, J. D., & Chamon, M. (2016). Two targets, two instruments: Monetary and exchange rate policies in emerging market economies. *Journal of International Money and Finance*, 60, 172–196.
11. Gopinath, G. (2015). The international price system. National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper No. 21646, 1–48.
12. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki. (2024). Pul-kredit siyosatining 2025-yil va 2026–2027-yillar davriga mo'ljallangan asosiy yo'nalishlari konseptual loyihasi. Toshkent: O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki, 1–85.
13. Sarno, L., & Taylor, M. P. (2001). Official intervention in the foreign exchange market: is it effective and, if so, how does it work? *Journal of Economic Literature*, 39(3), 839–868.
14. Svensson, L. E. (2000). Open-economy inflation targeting. *Journal of International Economics*, 50(1), 155–183.
15. Taylor, J. B. (2001). The role of the exchange rate in monetary-policy rules. *American Economic Review*, 91(2), 263–267.





16. Vohidov, Sh., & Berdiqulov, Z. (2023). O‘zbekistonda inflyatsion targetirlash sharoitida transmissiya mexanizmining foiz va valyuta kanallari samaradorligini baholash. Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar, 11(4), 45–58.

17. Xamidov, B., & Ismoilov, A. (2024). Rivojlanayotgan bozorlarda valyuta kursi o‘tish effekti va sterilizatsiya xarajatlarini modellashtirish. Moliya va bank ishi, 4(1), 32–42.

