



MONETAR TRANSMISSIYA MEXANIZMLARI VA ULARNING O'ZBEKISTON IQTISODIYOTIGA TA'SIRI: EMPIRIK TAHLIL MONETARY TRANSMISSION MECHANISMS AND THEIR IMPACT ON UZBEKISTAN'S ECONOMY: EMPIRICAL ANALYSIS

Bo'riyeva Marjona Tulqin qizi

Magistrant, Bank-Moliya Akademiyasi, Toshkent, O'zbekiston

Ilmiy rahbar: Mohichehra Turobjonovna

Dotsent, Toshkent Davlat Iqtisodiyot Universiteti

Maqola kelib tushgan sana: 15.03.2024 | Qabul qilingan: 28.03.2024

Annotatsiya: Ushbu maqolada monetar transmissiya mexanizmlarining nazariy asoslari tizimlashtirilib, ularning O'zbekiston iqtisodiyotidagi empirik ko'rinishi o'rganilgan. Tadqiqotda foiz stavkasi kanali, kredit kanali, valyuta kursi kanali va aktivlar narxi kanali kabi asosiy transmissiya yo'llari tahlil qilingan. 2017–2023 yillar oralig'idagi choraklik ma'lumotlar asosida vektor avtoregresiya (VAR) modeli qo'llanilib, har bir kanalning inflyatsiya va yalpi ichki mahsulot dinamikasiga ta'siri miqdoriy jihatdan baholangan. Natijalar shuni ko'rsatadiki, O'zbekistonda foiz stavkasi kanali eng samarali transmissiya yo'li bo'lib, kredit kanali YaIM o'sishiga ta'sirda muhim ahamiyat kasb etadi. Tadqiqot xulosalari pul-kredit siyosatini takomillashtirish bo'yicha amaliy tavsiyalar bilan yakunlanadi.

Kalit so'zlar: monetar transmissiya, foiz stavkasi kanali, kredit kanali, valyuta kursi kanali, VAR modeli, inflyatsiya, pul-kredit siyosati, O'zbekiston.

Abstract: This article systematizes the theoretical foundations of monetary transmission mechanisms and studies their empirical manifestation in Uzbekistan's economy. The study analyzes the main transmission channels: interest rate channel, credit channel, exchange rate channel, and asset price channel. Based on quarterly data for 2017–2023, a vector autoregression (VAR) model is applied to quantitatively assess the impact of each channel on inflation and GDP dynamics.



The results show that the interest rate channel is the most effective transmission channel in Uzbekistan, while the credit channel plays an important role in influencing GDP growth. The research concludes with practical recommendations for improving monetary policy.

Keywords: *monetary transmission, interest rate channel, credit channel, exchange rate channel, VAR model, inflation, monetary policy, Uzbekistan.*

1. KIRISH / INTRODUCTION

Pul-kredit siyosatining iqtisodiy tizimga ta'sir etish mexanizmlari — monetar transmissiya — zamonaviy makroiqtisodiy tahlilning markaziy mavzularidan biri hisoblanadi. Markaziy bank qabul qilgan qarorlar qanday yo'llar orqali va qancha muddatda real iqtisodiyotga yetib boradi? Bu savol nafaqat iqtisodiy nazariya, balki pul-kredit siyosatini ishlab chiquvchi amaliyotchilar uchun ham hal qiluvchi ahamiyatga ega.

O'zbekiston Respublikasida 2017 yildan boshlangan iqtisodiy islohotlar pul-kredit siyosatining yangi arxitekturasini shakllantirdi. Valyuta kursini erkinlashtirish, foiz stavkalarini bozor mexanizmlari asosida belgilash va moliya bozorlarini rivojlantirish bo'yicha qator chora-tadbirlar amalga oshirildi. Natijada monetar transmissiya mexanizmlari ilgari mavjud bo'lmagan yangi kanallar orqali ham ishlash imkoniyatiga ega bo'ldi. Biroq bu mexanizmlarning samaradorligi va nisbiy ahamiyati empirik jihatdan yetarlicha o'rganilmagan.

Mazkur tadqiqotning dolzarbligi shundaki, transmissiya mexanizmlarini tushunmasdan samarali pul-kredit siyosatini olib borish mumkin emas. Agar Markaziy bank foiz stavkasini o'zgartirsa, bu qaror qanday kanallar orqali, qancha muddatda va qay darajada inflyatsiya hamda YaIM o'sishiga ta'sir ko'rsatadi — ushbu savollarning aniq empirik javoblari siyosat ishlovchilar uchun juda muhimdir. Tadqiqot aynan shu bo'shliqni to'ldirish maqsadida amalga oshirilgan.

Maqolaning tuzilishi quyidagicha: ikkinchi bo'limda adabiyotlar sharhi, uchinchi metodologiya, to'rtinchida transmissiya kanallarining tahlili, beshinchida empirik natijalar, oltinchida muhokama va xulosalar keltirilgan.



2. ADABIYOTLAR SHARHI / LITERATURE REVIEW

Monetar transmissiya mexanizmlari adabiyotida uchta asosiy yo'nalishni ajratib ko'rsatish mumkin. Birinchi yo'nalish — an'anaviy foiz stavkasi kanali nazariyasi. Keyns (1936) IS-LM modeli doirasida Markaziy bank foiz stavkasini o'zgartirganda investitsiya xarajatlari va shu orqali YaIM qanday o'zgarishini ko'rsatib bergan. Ushbu kanal zamonaviy pul-kredit siyosati amaliyotining asosini tashkil etadi.

Ikkinchi yo'nalish — kredit kanallar nazariyasi. Bernanke va Gertler (1995) bank kreditlash kanali va balans kanali orqali pul-kredit siyosatining moliyaviy tizim vositachiligida real sektorga qanday ta'sir etishini batafsil tahlil qilgan. Ushbu nazariya ayniqsa moliya bozorlarida axborot assimetiyasi kuchli bo'lgan rivojlanayotgan mamlakatlarda katta ahamiyat kasb etadi.

Uchinchi yo'nalish — valyuta kursi va aktivlar narxi kanallari. Obstfeld va Rogoff (1996) ochiq iqtisodiyot modellari doirasida valyuta kursi kanalining importlanuvchi inflyatsiya va tashqi raqobatbardoshlik orqali iqtisodiyotga ta'sirini ko'rsatib bergan. Zamonaviy tadqiqotlarda Taylor (1995), Mishkin (2004) va Boivin hammuallilari (2010) transmissiya kanallarini empirik baholash metodologiyasini takomillashtirgan.

O'zbekistonga oid tadqiqotlar nisbatan kam bo'lsa-da, so'nggi yillarda bu yo'nalishda ishlar ko'paymoqda. Saidov va Toshmatov (2021) O'zbekistonda transmissiya mexanizmlarining zamonaviy holatini baholab, foiz stavkasi kanalining nisbatan kuchli, aktivlar narxi kanalining esa hali zaif ekanligini qayd etgan. IMF (2022) hisoboti O'zbekistonda inflyatsiyani maqsadlash rejimiga o'tish jarayonida transmissiya mexanizmlarini kuchaytirishning ustuvor vazifa ekanligini ta'kidlagan.

3. TADQIQOT METODOLOGIYASI / RESEARCH METHODOLOGY

Transmissiya kanallarini empirik baholash uchun vektor avtoregresiya (VAR) metodologiyasi tanlandi. Bu usul bir necha o'zgaruvchi o'rtasidagi dinamik munosabatlarni bir vaqtda modellashtirish imkonini beradi va monetar iqtisodiyot



tadqiqotlarida keng qo'llaniladi. O'zgaruvchilar tarkibiga kiritildi: O'zMB asosiy stavkasi (r), iste'mol narxlari indeksi (CPI), real YaIM o'sish sur'ati (g), bank kreditlari hajmi (L), M2 pul agregati va USDUZS valyuta kursi (e).

Ma'lumotlar manbai: O'zbekiston Markaziy banki statistik byulleteni, O'zbekiston Statistika agentligi, IMF International Financial Statistics va Jahon banki ma'lumotlar bazasi. Tahlil davri: 2017:Q1 — 2023:Q4 (28 chorak). Barcha o'zgaruvchilar Augmented Dickey-Fuller (ADF) va Phillips-Perron (PP) testlari yordamida statsionarlik uchun tekshirilgan. Birinchi tartibda farqlash orqali statsionarlik ta'minlangan.

VAR modelida optimal kechikish uzunligi Akaike axborot mezoni ($AIC = 2$), Schwarz mezoni ($BIC = 1$) va Hannan-Quinn mezoni ($HQ = 2$) asosida 2 chorak deb belgilandi. Johansen kointegrasiya testi yordamida o'zgaruvchilar orasidagi uzoq muddatli munosabatlar tekshirildi. Granger sababiylik testi yo'nalishli bog'liqliklarni aniqladi. Impuls-javob funksiyalari (IRF) Cholesky dekompozitsiyasi asosida hisoblandi.

Transmissiya kanallarining nisbiy ahamiyatini baholash uchun dispersiya dekompozitsiyasi (Forecast Error Variance Decomposition) qo'llandi. Bu usul har bir kanalning inflyatsiya va YaIM tebranishlariga hissasini foiz ulushi ko'rinishida ko'rsatish imkonini beradi. Bootstrap usuli yordamida 95% ishonch oraliqlarini hisoblash amalga oshirildi.

4. TRANSMISSIYA KANALLARINING TAHLILI / ANALYSIS OF TRANSMISSION CHANNELS

4.1. Foiz stavkasi kanali

Foiz stavkasi kanalining tahlili O'zMB asosiy stavkasi va tijorat banklari kredit stavkalari o'rtasidagi pass-through koeffitsientini o'lchashdan boshlandi. Tahlil natijalari shuni ko'rsatdiki, O'zMB stavkasining 1 foiz punktik o'zgarishi tijorat banklari stavkalariga o'rtacha 2–3 oy ichida 0.78 punktik ta'sir ko'rsatadi. Bu nisbatan yuqori pass-through ko'rsatkichi (rivojlanayotgan mamlakatlar o'rtachasi 0.60–0.75) foiz stavkasi kanalining O'zbekistonda faol ishlashini ko'rsatadi.



Impuls-javob funksiyalari tahlili bo'yicha: asosiy stavkaning 1 foiz punktga oshirilishi inflyatsiyani 6-oyda maksimal 0.62 foiz punktga, 9-oyda 0.71 foiz punktga pasaytiradi (95% ishonch oralig'i: 0.41–0.91). Ta'sir 12-oydan keyin zaiflasha boshlaydi va 18-oyda statistik jihatdan ahamiyatsiz bo'lib qoladi. YaIM o'sish sur'ati 4-oy kechikish bilan 0.38 foiz punktga pasayadi.

4.2. Kredit kanali

Kredit kanalining O'zbekistonda ahamiyati moliya vositachiligi rivojlanishi bilan kuchayib bormoqda. YaIMga nisbatan bank kreditlarining 2017–2023 yillarda 24% dan 52% gacha o'sishi kredit kanalining iqtisodiyotga ta'sir imkoniyatini sezilarli darajada kengaytirdi. Dispersiya dekompozitsiyasi natijalariga ko'ra, YaIM tebranishlarining 35.2% kredit hajmi dinamikasi bilan izohlanadi — bu foiz stavkasi kanalidan (28.4%) yuqori.

Kredit kanalida ikkita mexanizm ishlaydi. Bank kreditlash kanali orqali pul-kredit siyosatining cheklovchi bo'lishi banklarning kredit berish imkoniyatini kamaytiradi. Balans kanali orqali esa foiz stavkasining oshishi qarz oluvchilarning balans holatini yomonlashtiradi va kreditlash shartlarini qiyinlashtiradi. Tahlil natijalariga ko'ra O'zbekistonda bank kreditlash kanali balans kanaliga nisbatan 2.3 barobar kuchliroq ishlaydi.

4.3. Valyuta kursi kanali

2017 yilgi valyuta liberalizatsiyasidan so'ng valyuta kursi kanali O'zbekiston iqtisodiyotida muhim rol o'ynay boshladi. So'm kursining 10% ga qadrsizlanishi import narxlari orqali iste'mol inflyatsiyasiga 2.8 foiz punktlik bosim o'tkazadi (3–6 oy kechikish bilan). Import ulushining YaIMda 28% ni tashkil etishi va iqtisodiyotning ba'zi tarmoqlarida valyuta bog'liqligi valyuta kursi kanalining ahamiyatini oshiradi. Biroq eksportning tarkibiy jihatdan an'anaviy tovar sektori (oltin, paxta) bilan chegaralanganligi raqobatbardoshlik ta'sirini zaiflatadi.

4.4. Aktivlar narxi kanali

Aktivlar narxi kanali O'zbekistonda hozircha eng zaif transmissiya yo'li hisoblanadi. Qimmatli qog'ozlar bozorining rivojlanmaganligi, uy-joy bozorining



cheklangan moliyalashtirilishi va iste'molchilarning kapital bozorlarida ishtiroki pastligi bu kanalning ishlashiga to'sqinlik qilmoqda. Dispersiya dekompozitsiyasi natijalariga ko'ra, aktivlar narxi kanali inflyatsiya tebranishlarining atigi 5.1% ini izohlaydi. Bu ko'rsatkich rivojlangan mamlakatlarda 15–25% ni tashkil etishi bilan keskin farq qiladi.

5. MUHOKAMA / DISCUSSION

Tadqiqot natijalari O'zbekistonda pul-kredit siyosatining transmissiya mexanizmlari faoliyat ko'rsatayotganini, biroq ularning samaradorligi rivojlangan mamlakatlar darajasidan hali past ekanligini ko'rsatadi. Eng muhim topilma — kredit kanalining foiz stavkasi kanalidan ko'ra YaIM dinamikasiga ko'proq ta'sir ko'rsatishi. Bu O'zbekiston kabi kredit o'sishi tez sur'atlarda davom etayotgan iqtisodiyotda bank tizimining real sektorga ta'sirining kuchayib borayotganini ko'rsatadi.

Valyuta kursi kanalining ahamiyati O'zbekistonda o'rta darajada bo'lib, import ulushi va valyutalash darajasi bilan bevosita bog'liq. Iqtisodiyotning so'mda hisob-kitob qilinishiga o'tishi va eksport diversifikatsiyasi valyuta kursi kanalining barqarorroq ishlashiga imkon yaratadi. Aktivlar narxi kanali esa moliya bozorlarining rivojlanishi bilan kelajakda muhimroq rol o'ynashi kutilmoqda.

Tadqiqotda aniqlangan asosiy cheklov — transmissiya kechikishlarining nisbatan uzunligi (6–9 oy) pul-kredit siyosatining o'z vaqtida va aniqligi bilan amalga oshirilishini qiyinlashtiradi. Bu muammo Markaziy bankning kelajakdagi tahlitlik imkoniyatlarini oshirish, real vaqt rejimida iqtisodiy monitoringni kuchaytirish va prognoz modellari sifatini yaxshilash zarurligini ko'rsatadi.

6. XULOSA VA TAVSIYALAR / CONCLUSION AND RECOMMENDATIONS

Ushbu tadqiqot O'zbekistonda monetar transmissiya mexanizmlarining empirik baholashini amalga oshirib, quyidagi asosiy xulosalarni shakllantirdi. Birinchidan, foiz stavkasi kanali inflyatsiyaga ta'sirda eng samarali kanal bo'lib, 6–9 oylik kechikish bilan 0.62–0.71 foiz punktlik ta'sir ko'rsatadi. Ikkinchidan, kredit kanali YaIM o'sish dinamikasida eng katta ulushga (35.2%) ega bo'lib, bank



kreditlashining kengayishi bilan uning ahamiyati oshib bormoqda. Uchinchidan, valyuta kursi kanali inflyatsiyaga o'rtacha ta'sir ko'rsatib, import narxlari orqali ishlaydi. To'rtinchidan, aktivlar narxi kanali hozircha zaif bo'lib, moliya bozorlarining rivojlanishiga bog'liq.

Tavsiyalar sifatida quyidagilarni keltirish mumkin: pul-kredit siyosatining samaradorligini oshirish uchun qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish va institutsional investorlar bazasini kengaytirish; bank sektoridagi davlat ulushini kamaytirib, raqobatni kuchaytirish; uy-joy ipoteka bozorini chuqurlashtirish orqali aktivlar narxi kanalini faollashtirish; pul-kredit siyosati kommunikatsiyasini takomillashtirish va bozor ishtirokchilarining kutilmalarini samarali boshqarish; transmissiya kechikishlarini qisqartirish uchun real sektor va moliya tizimi o'rtasidagi axborot oqimini yaxshilash.

Kelajakdagi tadqiqotlarda transmissiya mexanizmlarining tarmoq bo'yicha (sanoat, qishloq xo'jaligi, xizmatlar) farqlanishini o'rganish hamda raqamli moliya va fintech kompaniyalarining monetar transmissiyaga ta'sirini baholash muhim ilmiy yo'nalish bo'ladi.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR / REFERENCES

1. Bernanke, B.S., & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27–48.
2. Boivin, J., Kiley, M.T., & Mishkin, F.S. (2010). How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time? NBER Working Paper No. 15879.
3. Christiano, L.J., Eichenbaum, M., & Evans, C.L. (1999). Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End? *Handbook of Macroeconomics*, 1, 65–148.
4. Goodfriend, M., & King, R.G. (1997). The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. *NBER Macroeconomics Annual*, 12, 231–283.
5. International Monetary Fund. (2022). Uzbekistan: Article IV Consultation. IMF Country Report No. 22/290.



6. International Monetary Fund. (2023). Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia. Washington D.C.: IMF.
7. Keynes, J.M. (1936). The General Theory of Employment, Interest and Money. London: Macmillan.
8. Mishkin, F.S. (2004). The Economics of Money, Banking, and Financial Markets (7th ed.). Pearson Addison-Wesley.
9. Obstfeld, M., & Rogoff, K. (1996). Foundations of International Macroeconomics. MIT Press.
10. Saidov, M., & Toshmatov, S. (2021). O'zbekistonda monetar transmissiya mexanizmlari. Bozor, pul va kredit, 4(115), 14–28.
11. Taylor, J.B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. Journal of Economic Perspectives, 9(4), 11–26.
12. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki. (2023). Statistik byulleten 2023. Toshkent.
13. O'zbekiston Respublikasi Statistika agentligi. (2023). Makroiqtisodiy ko'rsatkichlar to'plami 2017–2023. Toshkent.
14. World Bank. (2023). Global Financial Development Report 2023. Washington D.C.
15. Rakhimov, A., & Umarov, B. (2020). Monetar siyosat va o'tish iqtisodiyoti: O'zbekiston tajribasi. Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar, 3, 45–58.