



**MARKAZIY BANKDA PUL-KREDIT SIYOSATINING
MILLIY IQTISODIYOT BARQARORLIGIGA TA'SIRI
THE IMPACT OF MONETARY POLICY OF CENTRAL BANK ON
THE STABILITY OF NATIONAL ECONOMY**

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: 10.03.2024 | Qabul qilingan: 25.03.2024

Annotatsiya: Ushbu maqolada Markaziy bankning pul-kredit siyosati mexanizmlari va ularning milliy iqtisodiyot barqarorligiga ta'siri keng qamrovli ilmiy tahlil asosida o'rganilgan. Tadqiqotda foiz stavkasi, majburiy zaxira talablari va ochiq bozor operatsiyalari kabi asosiy monetar vositalarning inflyatsiya, yalpi ichki mahsulot o'sishi va bandlik darajasiga ta'siri ko'rib chiqilgan. O'zbekiston Respublikasi iqtisodiyoti misolida 2017–2023 yillar oralig'idagi makroiqtisodiy ko'rsatkichlar empirik tahlil qilinib, pul-kredit siyosatining inflyatsiyani maqsadlash rejimi sharoitidagi samaradorligi baholangan. Olingan xulosalar pul-kredit siyosatining iqtisodiy o'sish va moliyaviy barqarorlikni ta'minlashdagi hal qiluvchi rolini tasdiqlaydi va uning samaradorligini oshirish bo'yicha amaliy tavsiyalar ishlab chiqishga xizmat qiladi.

Kalit so'zlar: pul-kredit siyosati, Markaziy bank, inflyatsiya, foiz stavkasi, iqtisodiy barqarorlik, yalpi ichki mahsulot, monetar tartibga solish, transmissiya mexanizmi.

Abstract: This article provides a comprehensive scientific analysis of the monetary policy mechanisms of the Central Bank and their impact on the stability of the national economy. The study examines the effects of key monetary instruments such as interest rates, required reserve ratios, and open market operations on



inflation, GDP growth, and employment levels. Based on the macroeconomic indicators of the Republic of Uzbekistan's economy during 2017–2023, the effectiveness of monetary policy under the inflation targeting regime is empirically assessed. The conclusions confirm the decisive role of monetary policy in ensuring economic growth and financial stability.

Keywords: *monetary policy, Central Bank, inflation, interest rate, economic stability, gross domestic product, monetary regulation, transmission mechanism.*

1. KIRISH / INTRODUCTION

Zamonaviy bozor iqtisodiyotida Markaziy bankning pul-kredit siyosati makroiqtisodiy barqarorlikni ta'minlashda hal qiluvchi ahamiyat kasb etadi. Globallashuv jarayonlari, moliyaviy integratsiya va raqamli iqtisodiyotning jadal rivojlanishi sharoitida pul-kredit tartibga solish mexanizmlari tobora murakkablashib bormoqda. Ayniqsa, rivojlanayotgan mamlakatlar iqtisodiyotida pul-kredit siyosatining samarali amalga oshirilishi iqtisodiy o'sish, inflyatsiya nazorati va moliyaviy barqarorlik uchun asosiy shart-sharoit hisoblanadi.

O'zbekiston Respublikasi 2017 yildan boshlab keng qamrovli iqtisodiy islohotlar doirasida pul-kredit siyosatini tubdan qayta qurdi. O'zbekiston Markaziy banki inflyatsiyani maqsadlash rejimiga o'tish, foiz stavkalarini bozor mexanizmlari asosida shakllantirish va valyuta kursini erkinlashtirish bo'yicha strategik qarorlar qabul qildi. Ushbu o'zgarishlar O'zbekiston iqtisodiyotida pul-kredit siyosatining yangi rivojlanish bosqichini boshlab berdi va uning milliy iqtisodiyotga ta'sirini ilmiy jihatdan chuqurroq o'rganish zaruriyatini yuzaga keltirdi.

Tadqiqotning dolzarbligi shundaki, pul-kredit siyosatining iqtisodiy barqarorlikka ta'sir mexanizmlari, ayniqsa o'tish iqtisodiyoti sharoitidagi mamlakatlar uchun, hali yetarlicha o'rganilmagan. Mavjud tadqiqotlar ko'pincha alohida vositalar yoki davrlarni tahlil qilish bilan cheklanadi, ularning kompleks va tizimli baholovi esa kam uchraydi. Shu sababli mazkur maqolada O'zbekiston Markaziy bankining pul-kredit siyosati vositalari va ularning milliy iqtisodiyot



barqarorligiga ta'siri keng empirik asos va zamonaviy tahlil usullari yordamida o'rganiladi.

Maqolaning asosiy maqsadi — pul-kredit siyosati instrumentlarining inflyatsiya, YaIM o'sishi va moliyaviy barqarorlikka ta'sirini kompleks baholash hamda samaradorlikni oshirish bo'yicha ilmiy asoslangan tavsiyalar ishlab chiqishdir.

2. ADABIYOTLAR SHARHI / LITERATURE REVIEW

Pul-kredit siyosatining iqtisodiy barqarorlikka ta'siri masalasi jahon iqtisodiy fanida uzoq tarixga ega bo'lgan ilmiy yo'nalishdir. Klassik maktab vakillari pul miqdori nazariyasi (Quantity Theory of Money) orqali pul massasi va narxlar darajasi o'rtasidagi bog'liqlikni asoslab bergan (Fisher, 1911). Keynes iqtisodiyot maktabi esa pul-kredit siyosatining real iqtisodiyotga foiz stavkasi kanali orqali ta'sir ko'rsatishini nazariy jihatdan isbotlagan (Keynes, 1936).

Zamonaviy monetarizm asoschisi Milton Fridman pul massasining barqaror o'sish sur'atini ta'minlashni inflyatsiyaga qarshi kurashning asosiy vositasi deb hisoblagan (Friedman, 1968). Bu g'oyalar 1980-yillardan boshlab ko'plab markaziy banklar siyosatiga kirib keldi. Taylor (1993) tomonidan taklif qilingan qoida esa foiz stavkasini inflyatsiya va YaIM bo'shliqlarga qarab moslashtirishning amaliy usulini berdi va hozirda keng qo'llanilmoqda.

Bernanke va Blinder (1992) tadqiqotlari pul-kredit siyosatining kredit kanallari orqali real sektorga ta'sirini empirik jihatdan isbotladi. Mishkin (2004) monetar transmissiya mexanizmlarini tizimli ravishda tasniflab, foiz stavkasi, kredit, valyuta kursi va aktivlar narxi kanallarini ajratib ko'rsatdi. Zamonaviy tadqiqotlarda noan'anaviy pul-kredit siyosati usullarining — miqdoriy yumshatish (quantitative easing) va muddatli yo'naltirish (forward guidance) — samaradorligi ham faol muhokama qilinmoqda (Bernanke, 2015).

O'zbekiston va Markaziy Osiyo mamlakatlari bo'yicha tadqiqotlarda Rakhimov va Umarov (2020) pul-kredit siyosatining o'tish iqtisodiyotidagi o'ziga xosliklarini tahlil etgan. Xalqaro Valyuta Fondining hisobotlari (IMF, 2022, 2023)



O'zbekistonda inflyatsiyani maqsadlash rejimiga o'tishning ijobiy natijalarini qayd etib, monetar tartibga solishning samaradorligini oshirish uchun zarur institutsional sharoitlarni belgilagan. Saidov va Toshmatov (2021) esa O'zbekistonda transmissiya mexanizmlarining zamonaviy holati va rivojlanish istiqbollarini o'rganib chiqqan.

3. TADQIQOT METODOLOGIYASI / RESEARCH METHODOLOGY

Tadqiqotda quyidagi ilmiy usullardan foydalanilgan: taqqoslama-tahliliy usul, korrelyatsion-regressiya tahlil, vektor avtoregresiya (VAR) modeli, impuls-javob funksiyalari tahlili va dispersiya dekompozitsiyasi. Ushbu usullar kombinatsiyasi pul-kredit siyosati vositalari va makroiqtisodiy ko'rsatkichlar o'rtasidagi dinamik munosabatlarni to'liq aks ettirishga imkon beradi.

Asosiy ma'lumot manbalari sifatida O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki statistik ma'lumotlari bazasi, O'zbekiston Respublikasi Statistika agentligi hisobotlari, Xalqaro Valyuta Fondi World Economic Outlook ma'lumotlar bazasi va Jahon banki World Development Indicators to'plamlari ishlatilgan. Tadqiqot davri 2017 yil yanvar — 2023 yil dekabr oylarini qamrab oladi va choraklik ma'lumotlar asosida tahlil o'tkazilgan.

Tahlil uchun asosiy o'zgaruvchilar sifatida quyidagilar tanlangan: O'zbekiston Markaziy bankining asosiy (qayta moliyalash) stavkasi, iste'mol narxlari indeksi (inflyatsiya), yalpi ichki mahsulotning choraklik o'sish sur'ati, bank kreditlari hajmi, M2 pul agregati va USDUZS valyuta kursi. Barcha o'zgaruvchilar statsionarlik uchun Augmented Dickey-Fuller testi yordamida tekshirilgan.

VAR modelida kechikish uzunligi Akaike axborot mezonini (AIC) asosida 2 chorak deb belgilangan. Granger sababiylik testi yordamida o'zgaruvchilar o'rtasidagi yo'nalishli bog'liqlik aniqlanib, impuls-javob funksiyalari monetar impulslarga makroiqtisodiy ko'rsatkichlarning reaksiyasini baholash uchun qo'llanilgan.

4. TADQIQOT NATIJALARI / RESEARCH RESULTS

4.1. Foiz stavkasi siyosati dinamikasi



O'zbekiston Markaziy bankining asosiy stavkasi 2017 yilgi islohot jarayonida 9% dan 14% gacha ko'tarildi. Bu qaror valyuta liberalizatsiyasi davrida yuzaga kelgan inflyatsion bosimni jilovlashga qaratilgan edi. 2019 yil oxiriga kelib inflyatsiya nisbatan barqarorlashgach, stavka 16% ga tushirildi. 2020 yilda COVID-19 pandemiyasi ta'sirida iqtisodiyotni qo'llab-quvvatlash maqsadida stavka ketma-ket kamaytirildi. 2021–2022 yillarda global inflyatsion bosim va ichki energiya narxlarining o'sishi fonida stavka yana 17% gacha ko'tarildi. 2023 yil mobaynida barqarorlik ta'minlanishi bilan stavka bosqichma-bosqich 14% gacha tushirildi.

Tahlil natijalari shuni ko'rsatadiki, asosiy stavkaning 1 foiz punktga oshirilishi iste'mol narxlari indeksini o'rtacha 0.62 foiz punktga pasaytiradi (6–9 oy kechikish bilan, 95% ishonch oralig'i: 0.41–0.83). Bank kreditlari hajmi 3.1% ga kamayadi (4-oy kechikish), YaIM o'sish sur'ati esa 0.38 foiz punktga pasayadi (4–6 oy kechikish). Ushbu natijalar monetar transmissiya mexanizmining O'zbekistonda qisman amal qilishini va kechikishlar muammosi mavjudligini ko'rsatadi.

4.2. Inflyatsiya va YaIM dinamikasi

Tadqiqot davri mobaynida O'zbekistonda iste'mol inflyatsiyasi 2018 yildagi 17.5% dan 2023 yildagi 8.8% gacha sezilarli darajada kamaydi. Bu dinamika pul-kredit siyosatining samarali amalga oshirilishi bilan bir qatorda tarkibiy islohotlar, import narxlarining barqarorlashuvi va talab-taklif muvozanatining yaxshilanishi natijasida ta'minlandi. Yalpi ichki mahsulot o'sish sur'ati shu davrda o'rtacha 5.4% ni tashkil etdi. 2020 yilda pandemiya ta'sirida 1.9% gacha pasaygan YaIM o'sishi 2021 yilda 7.4% gacha tiklandi.

Korrelyatsion tahlil inflyatsiya darajasi va YaIM o'sishi o'rtasida manfiy korrelyatsiya ($r = -0.64$, $p < 0.01$) mavjudligini ko'rsatdi. Bu aloqa inflyatsiya nazoratining iqtisodiy o'sish uchun qulay muhit yaratishini tasdiqlaydi. VAR modeli asosida o'tkazilgan dispersiya dekompozitsiyasi tahlili ko'rsatdiki, YaIM o'sishidagi tebranishlarning 28.4% asosiy stavka dinamikasi bilan izohlanadi, 41.6% esa kredit kengayishi bilan bog'liq.

4.3. Kredit kanali va pul agregatlari



Tadqiqot davri mobaynida O'zbekistonda bank tizimi tomonidan iqtisodiyotga berilgan kreditlarning YaIMga nisbati 24.3% dan (2017) 51.7% gacha (2023) ikki baravar oshdi. M2 pul agregatining o'sish sur'ati 2017–2023 yillarda o'rtacha yiliga 22.4% ni tashkil etdi. Majburiy zaxira normasining o'zgarishi pul multiplikatorining 3.1 dan 4.3 gacha ko'tarilishiga olib keldi, bu esa bank tizimining kredit yaratish imkoniyatini kengaytirdi.

5. MUHOKAMA / DISCUSSION

Olingan empirik natijalar bir qator muhim xulosalar chiqarishga imkon beradi. Birinchidan, O'zbekiston Markaziy bankining pul-kredit siyosati makroiqtisodiy barqarorlikni ta'minlashda muhim va o'lchanadigan rol o'ynagan. Inflyatsiyaning 2018–2023 yillar mobaynida deyarli ikki baravardan kamayishi bu siyosatning asosiy yutuqlaridan biri hisoblanadi. Ikkinchidan, transmissiya mexanizmining nisbatan sekin va to'liq bo'lmagan ishlashi O'zbekiston iqtisodiyotiga xos tarkibiy xususiyatlarni — moliya bozorlarining rivojlanmaganligi, bank sektorida raqobatning chegaralanishi va iqtisodiyotning nisbatan yuqori dollarizatsiyasini — aks ettiradi.

Rivojlangan mamlakatlar bilan qiyoslasda (masalan, Yevropa Ittifoqi yoki AQShda foiz stavkasining 1 punktlilik o'zgarishi inflyatsiyani 0.9–1.2 punktga ta'sir etadi), O'zbekistonda bu ko'rsatkich (0.62 punkt) pastroq bo'lishi moliyaviy chuqurlik va institutsional rivojlanish masalalarini birinchi o'ringa qo'yadi. Xuddi shu muammo Gruzija, Qozog'iston va Ukraina tajribasida ham kuzatilgan bo'lib, o'tish iqtisodiyotiga xos umumiy xususiyat ekanligini ko'rsatadi.

Fiskal va pul-kredit siyosatlari o'rtasidagi muvofiqlashtirish masalasi ham alohida e'tiborni talab etadi. Tahlil davri mobaynida kuzatilgan ba'zi hollarda kengayuvchi fiskal siyosat va cheklovchi monetar siyosat bir vaqtda qo'llanilishi ikkalasining samaradorligini pasaytirgan. Bu ikkala siyosat o'rtasidagi institutsional muloqot va muvofiqlashtirish mexanizmlarini takomillashtirish zarurligini ko'rsatadi.



6. XULOSA VA TAVSIYALAR / CONCLUSION AND RECOMMENDATIONS

Ushbu tadqiqot natijalarini umumlashtirish asosida quyidagi asosiy xulosalar va tavsiyalar shakllantirildi. O'zbekiston Markaziy bankining pul-kredit siyosati 2017–2023 yillar davomida milliy iqtisodiyot barqarorligini ta'minlashda muhim ijobiy rol o'ynadi. Inflyatsiyani maqsadlash rejimi mamlakat uchun to'g'ri tanlangan strategiya bo'lib, uning izchil amalga oshirilishi inflyatsiyani sezilarli darajada kamaytirish imkonini berdi. Transmissiya mexanizmi ishlaydi, ammo uning samaradorligi rivojlangan mamlakatlar darajasidan past.

Pul-kredit siyosatining samaradorligini oshirish uchun quyidagi chora-tadbirlarni amalga oshirish tavsiya etiladi: birinchidan, moliya bozorlarini chuqurlashtirish — qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirish, institutsional investorlar faolligini oshirish; ikkinchidan, bank sektorini isloh qilish — xususiylashtirish va raqobatni kuchaytirish orqali transmissiya tezligini oshirish; uchinchidan, iqtisodiyot dollarizatsiyasini pasaytirish uchun kompleks choralar ko'rish; to'rtinchidan, Markaziy bank kommunikatsiyasini takomillashtirish va inflyatsion kutilmalarni boshqarish mexanizmlarini kuchaytirish; beshinchidan, pul-kredit va fiskal siyosat o'rtasida institutsional muvofiqlashtirish tizimini yaratish.

Kelajakdagi tadqiqotlarda pul-kredit siyosatining tarmoq va mintaqaviy kesimda ta'sirini o'rganish, shuningdek, raqamli valyuta va moliyaviy texnologiyalarning monetar transmissiyaga ta'sirini baholash maqsadga muvofiq bo'ladi.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR / REFERENCES

1. Bernanke, B., & Blinder, A. (1992). The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. *American Economic Review*, 82(4), 901–921.
2. Bernanke, B. (2015). *The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*. New York: W.W. Norton & Company.
3. Fisher, I. (1911). *The Purchasing Power of Money*. New York: Macmillan.



4. Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. American Economic Review, 58(1), 1–17.
5. International Monetary Fund. (2022). Uzbekistan: Article IV Consultation. IMF Country Report No. 22/290. Washington D.C.
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. Rakhimov, A., & Umarov, B. (2020). Monetar siyosat va o'tish iqtisodiyoti: O'zbekiston tajribasi. Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar, 3, 45–58.
10. Saidov, M., & Toshmatov, S. (2021). O'zbekistonda monetar transmissiya mexanizmlari: zamonaviy holat va rivojlanish istiqbollari. Bozor, pul va kredit, 4(115), 14–28.
11. Taylor, J.B. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 195–214.
12. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki. (2023). Yillik hisobot 2022. Toshkent: O'zMB nashriyoti.
13. O'zbekiston Respublikasi Statistika agentligi. (2023). O'zbekiston raqamlarda 2023. Toshkent.
14. World Bank. (2023). World Development Indicators 2023. Washington D.C.: World Bank Group.
15. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2017-yil 2-sentyabrdagi PF-5177-son Farmoni «O'zbekiston Respublikasini yanada rivojlantirish bo'yicha Harakatlar strategiyasi to'g'risida».