



AKTUAR MOLIYA VA BUXGALTERIYA HISOBI ILMIY JURNALI

Vol. 4 Issue 09 | pp. 438-451 | ISSN: 2181-1865

Available online <https://finance.tsue.uz/index.php/afa>

TRANSMISSION MEXANIZM FOIZ KANALI SAMARADORLIGIGA TA'SIR ETUVCHI OMILLAR TAHLILI



Absalamov Akram Tolliboyevich
Tashkent International University,
Iqtisodiyot va moliya kafedrasini mudiri,
PhD, dotsent. akramabsalamov@gmail.com
ORCID: 0000-0002-4432-4897

Annotatsiya: Ilmiy maqolada monetar siyosat transmission mexanizmining foiz kanali samaradorligiga ta'sir etuvchi omillar tahlil qilingan. Bunda foiz kanali samaradorligini oshirishda indikativ foizning mavjudligiga baho berilgan. Tahlil natijalariga ko'ra, Markaziy bank asosiy foiz stavkasi 2019 yildan keyin indikativ foiz stavka sifatida ko'rilmoqda. Undan oldingi davrda asosiy foiz stavkaning pul bozoriga ta'siri past edi. Bugungi kunda asosiy foiz stavkaning pul bozoridagi banklararo kredit va depozit foizlariga ta'siri kuchaygan bo'lsada, ammo qimmatli qog'ozlar foiziga ta'siri sustligicha qolmoqda. Shuningdek, Markaziy bank oldida 2019 yilga qadar ikkita targetlash bo'lgan bo'lsa, bu foiz kanalining iqtisodiyotga ta'sirini susaytiragan. Ammo 2020 yildan Markaziy bank faqat inflyasiyani targetlashga o'tishi transmission mexanizm foiz kanalining samaradorligini oshirishga xizmat qildi. 2022 yildan xalqaro iqtisodiyotdagi salbiy holatlar Markaziy bankning inflyasion targetlashda belgilagan maqsadli ko'rsatkichlariga erishishga to'sqinlik qilganligi foiz kanalining ta'sir kuchini pasaytirdi.

Kalit so'zlar: foiz kanali, monetar siyosat, transmission mexanizm, indikativ foiz Stavka, qimmatli qog'ozlar.

ANALYSIS OF FACTORS AFFECTING THE EFFICIENCY OF THE TRANSMISSION MECHANISM INTEREST RATE CHANNEL

Absalamov Akram Tolliboyevich
Tashkent International University,
Head of the Department of Economics,
PhD, Associate Professor. akramabsalamov@gmail.com
ORCID: 0000-0002-4432-4897

Abstract: The scientific article analyzes the factors influencing the effectiveness of the interest rate channel of the monetary policy transmission mechanism. At the same time, the presence of the indicative interest rate in increasing the effectiveness of the interest rate channel was assessed. Based on the analysis, the main interest rate of the Central Bank is considered as the indicative interest rate after 2019. In the previous period, the impact of the main interest rate on the money market rates was low. Today, the impact

of the main interest rate on the money market rates has increased, but the impact on the interest rate on securities remains weak. Also, the Central Bank had two targets until 2019, which weakened the impact of the interest rate channel on the economy. However, the transition of the Central Bank to only inflation targeting from 2020 served to increase the efficiency of the interest rate channel of the transmission mechanism. Since 2022, the adverse conditions in the international economy have prevented the Central Bank from achieving the inflation targeting targets, which has reduced the influence of the interest rate channel.

Keywords: interest rate channel, monetary policy, transmission mechanism, indicative interest rate, securities

KIRISH

Foiz kanali transmission mexanizm kanallari ichida asosiy kanal hisoblanadi. Foiz kanalining faoliyati xo'jalik yurituvchi sub'ektlarning markaziy bank foiz stavkalariga qanchalik ta'sircha ekanligiga bog'liq. Agar markaziy bank foiz stavkalari o'zgarishining pul bozorida foiz stavkalarga ta'siri kuchli bo'lsa, bu o'z navbatida yuridik shaxslarning investision faoliyatiga hamda jismoniy shaxslarning iste'mol xarajatlariga ta'siri sezilarli bo'ladi. Foiz stavkalarining o'zgarishi ishlab chiqarish faoliyatidagi kredit va kapital resurslarga va ishlab chiqarish rentabelligiga ta'siri orqali YaIM, inflyasiya hamda ishsizlik darajalarining o'zgarishiga olib keladi.

Nazariy jihatdan olib qaralganda, markaziy bank real foiz stavkalarga ta'sir etadi deb qaraladi. Shu bilan birga rivojlanayotgan davlatlarda almashinuv kursini tartibga solish maqsadi kuchliligi markaziy banklarning foiz siyosati ta'sirini susaytiradi. Foiz siyosati asosiy rolni o'ynaydigan davlatlarda esa, markaziy banklarning indikativ foiz stavkasi mavjud bo'ladi. Indikativ foiz stavka – bu shunday foiz stavkasi ushbu foiz stavka iqtisodiyotdagi boshqa foiz stavkalar uchun mo'ljal vazifasini bajaradi. Ya'ni iqtisodiy sub'ektlar o'zlarining foiz stavkalarini ushbu markaziy bank foiz stavkasining o'zgarishiga qarab moslashtirishadi. Misol uchun AQSh Federal Rezerv Tizimining Federal fond stavkasi, Yevropa Markaziy bankning qayta moliyalashtirish foiz stavkasi, Angliya bankining hisob stavkasi, Rossiya Bankining REPO operatsiyalar foiz stavkalarini indikativ foiz stavkalar sifatida keltirsak bo'ladi.

Odatda markaziy banklarning bu foiz stavkasi kredit tashkilotlarini qisqa muddatli kreditlash foiz stavkasini bildiradi. Indikativ foiz stavkani o'zgartirish orqali markaziy bank iqtisodiy sub'ektlarga qanday siyosat yuritayotganligi xaqida signal beradi. Indikativ foiz stavkaning o'zgartirilishi qisqa muddatli bozor foiz stavkalarining o'zgarishiga va birinchi bosqichda ushbu pul bozorida qisqa muddatli foiz stavkalar ichida banklararo kredit foiz stavkaning o'zgarishiga olib keladi. Keyinchalik ushbu foiz stavkaning o'zgarishi qisqa va uzoq muddatli moliyaviy instrumentlar foiz stavkalarining o'zgarishiga sabab bo'ladi. Indikativ foiz stavka bir vaqtning o'zida tug'ridan-to'g'ri hamda o'zining psixologik signali orqali bilvosita bozor foiz stavkalariga ta'sir qilish kuchiga ega.

Agar indikativ foiz stavka iqtisodiyotda, bozor foiz stavkalariga ta'siri yetarli darajada bo'lmasa, markaziy bank ochiq bozor operatsiyasi kabi boshqa instrumentlardan foydalanish mumkin. Markaziy bankning ochiq bozor siyosati mamlakatda davlat qarz

majburiyatlarini bildiruvchi obligasiyalar bozori yetarli darajada rivojlanganligiga bog'liq. Agar mazkur qimmatli qog'ozlar bozori keng va likvid bo'lsa, ushbu instrument yaxshi ishlaydi, agarda mamlakatda qimmatli qog'ozlar bozori hajmi tor va likvid bo'lmasa, markaziy bankning mazkur instrumenti ishlamaydi.

Markaziy bank tomonidan real bozor foiz stavkalariga ta'sir etishidan tashqari monetar siyosatni olib borishda bitta aniq maqsadni belgilab olish muhimdir. Ushbu maqsad monetar siyosat olib borish usullaridan ya'ni targetlash turlaridan birini tanlab olishini bildiradi. Monetar siyosatda targetlashning to'rtta turi mavjud bo'lib, bular foiz stavkani targetlash, pul massasi o'sishini targetlash, almashinuv kursini targetlash hamda inflyasiyani targetlashdir. Targetlashni qo'llaganda ikkita ahamiyatli jihati bor, ya'ni bular targetlash chostotasini (koridorini) hamda targetlash muddatini aniqlab olish kerak. Monetar siyosatda targetlashning muhimligi shundaki, bunda markaziy bank targetlash turini tanlash orqali iqtisodiy sub'ektlarga kelajakda markaziy bank qanday siyosat olib borishni bildiradi. Agar markaziy bank bir vaqtning o'zida bir nechta targetlashni qo'llasa (misol uchun almashinuv kursini targetlash hamda inflyasiyani targetlash), unda markaziy bankning iqtisodiyotga ta'siri hamda iqtisodiy sub'ektlarga yo'llayotgan signali tushunarsiz bo'ladi va monetar siyosat transmission mexanizm kanallarining ta'siri susayadi. Shunday ekan, markaziy bank real foiz stavkalariga ta'sir etish bilan bir vaqtning o'zida monetar siyosat targetini aniq belgilab olish maqsadga muvofiq bo'ladi.

Ikkinchi Jahon urushidan keyin markaziy banklarning iqtisodiyotdagi ahamiyati kuchayib bordi. Ular yuqorida keltirgan maqsadga erishish yo'lida bir qancha usullardan foydalanishgan. Ammo 1990 yildan keyin markaziy banklar inflyasiyani bilvosita emas balki bevosita tartibga solish uchun to'g'ridan-to'g'ri inflyasiyani targetlashga o'tishgan. Hususan, O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki ham inflyasiyani to'g'ridan to'g'ri targetlashga bosqichma-bosqich o'tishni o'zining oldiga maqsad qilib qo'ygan. Bunga Prezidentimiz Shavkat Mirziyoevning 2017 yil 13 sentyabrdagi "Pul-kredit siyosatini yanada takomillashtirish chora-tadbirlari to'g'risida" gi PQ-3272-sonli Qarori asos bo'ldi.

Markaziy bank monetar siyosat transmission mexanizm foiz stavka kanalining moliya bozoriga ta'sirini kuchaytiruvchi omillardan biri tijorat banklari passivlarida markaziy bankdan olgan kredit resurslari salmog'iga ham bog'liq. Agar tijorat banklari markaziy bankdan qayta moliyalashtirish operatsiyasi asosida olgan kreditlari umumiy balans passivida katta salmoqqa ega bo'lsa, u holda markaziy bank tomonidan foiz stavkaning o'zgartirilishi banklararo kredit foiz stavkasining, tijorat banklarining depozit va kredit foiz stavkalarining o'zgarishiga olib keladi.

ADABIYOTLAR SHARHI

G.B.Eggertsson va ilmiy ishlarida nominal manfiy foiz stavkalari va bank kreditlash kanali o'rtasidagi bog'liqliklar empirik va nazariy jihatdan tahlil qilingan. Tadqiqotda bank depozitlari stavkalari nolning quyi chegarasiga (DLB) ega ekanligi aniqlanadi. Empirik jihatdan depozitlari stavkalari nolning quyi chegarasiga erishilganda, foiz stavkalarining kreditlash stavkalariga va kredit hajmlariga transmissiyasi ancha sust bo'lib, bu markaziy bank asosiy stavkalari keskin pasayganda bank kapitali qiymatlarining pasayishi bilan kuzatilgan. Shuningdek, bank kapitali qiymatlari markaziy bank asosiy stavkalarining keyingi pasayishiga nisbatan pasayadi, bu esa banklar

daromadlarining kamayishiga olib kelgan. Nazariy jihatdan, umumiy muvozanatda ushbu ta'sirlarni o'rganish uchun, ular tomonidan bank sektori modeli yaratilgan. Bank sektori modeli orqali bank kreditlash kanali tahlil qilingan. Ushbu model orqali foiz stavkalarining manfiy darajaga tushirilishi iqtisodiy o'sishga qanday ta'sir ko'rsatishi aniqlash uchun parametrlashtirilgan. Modellardan olingan natijalar ko'rsatdiki, bank depozitlarining quyi chegarasi manfiy foiz stavkalari ta'sirining kamayishiga olib keladi va bu esa iqtisodiy kengaytirish siyosati uchun muhim ahamiyatga ega bo'lganligi aniqlangan.¹

Xulosa sifatida aytishimiz mumkinki, monetar siyosat transmission mexanizmining foiz stavkalari kanalida markaziy bank foiz stavkalarini o'zgartirib, iqtisodiyotdagi kreditlar va investisiyalarning qiymatini o'zgartiradi. Shuningdek, oxirgi yillardagi xalqaro miqyosida siyosiy va harviy ziddiyatlar ta'sirida aksariyat davlatlarda narx barqarorligiga jiddiy tahdid solmoqda. Buning oldini olish maqsadida ko'pchilik markaziy banklar birinchi galda aynan foiz kanalidan keng foydalanib kelishmoqda.

R.Moessner va W.Nelson ilmiy ishlarida markaziy banklarning kelajakdagi asosiy stavkalari bo'yicha prognozlar berishi moliyaviy bozorlarning faoliyatiga ta'sir qilishi mumkin degan xavotirlar ko'tarilgan. Tadqiqotda AQSh, Yevro hududi va Yangi Zelandiyadagi moliyaviy bozorlar xatti-harakatlari markaziy banklarning transmission kanallaridagi strategiyalar asosida o'rganilgan. Ilmiy tahlillar natijasida, Yangi Zelandiyada markaziy bankning asosiy stavkalari bo'yicha prognozlarning bozor narxlariga ta'sir qilishi haqida dalillar topilgan bo'lsa-da, uchta mintaqada bozor ishtirokchilari markaziy bankning asosiy stavkalari bo'yicha ko'rsatmalarga haddan tashqari e'tibor qaratganligi yoki ularning noaniqlik va shartlilikini yetarlicha tushunmaganliklariga hech qanday dalil topilmagan. Ya'ni, Yangi Zelandiyada siyosat stavkalari bo'yicha ko'rsatmalar bozor narxlariga sezilarli ta'sir ko'rsatganini tasdiqlasada, AQSh va Yevro hududida bunday tendentsiya kuzatilmagan.

Tadqiqot natijalari shuni ko'rsatadiki, moliyaviy bozorlarning ishlashiga putur yetkazish xavfi markaziy banklarning asosiy stavkalari bo'yicha prognoz yoki yo'riqnomalar taqdim qilishiga qarshi kuchli dalil emas. Ya'ni, ularning tadqiqotlarida ishlatilgan ekonometrik modellar bozor narxlarining markaziy bank asosiy stavkalari prognozlariga qanday munosabatda bo'lganligini o'rganishga qaratilgan. Bu asosan statistik regressiyalar va turli xil iqtisodiy ko'rsatkichlar o'rtasidagi bog'liqliklarni o'lchaydigan modellarni o'z ichiga olgan.²

M.L. Brandao-Marques va boshqalarning fikriga ko'ra, rivojlanayotgan va rivojlanish bosqichidagi iqtisodiyotlarga ega mamlakatlar (Emerging Markets and Developing Economies – EMDEs) markaziy banklari o'z monetar siyosati doiralarini modernizatsiya qilishmoqda, ko'pincha inflyatsion targetlash siyosatiga o'tishmoqda. Biroq, foiz stavkalaridan inflyatsiya va ishlab chiqarishga bo'lgan pul-kredit siyosati transmissiyasining kuchliligi haqidagi savollar ushbu jarayonni ko'pincha to'xtatib qo'ygan. Ular tomonidan ushbu farazni tekshirish uchun Jorda yondashuvi (Jordà's

¹ Eggertsson, G. B., Juelsrud, R. E., Summers, L. H., & Wold, E. G. (2024). Negative nominal interest rates and the bank lending channel. *Review of Economic Studies*, 91(4), 2201-2275.

² Moessner, R., & Nelson, W. (2024). Central bank policy rate guidance and financial market functioning. *Fourteenth issue (September 2008) of the International Journal of Central Banking*.

approach) asosida 40 rivojlanayotgan davlatlar iqtisodiyoti uchun yangi ekonometrik tahlil o'tkazishgan va mazkur mamlakatlardagi monetar siyosati transmission mexanizmiga aniqlik kiritgan. Tahlil natijalari shuni ko'rsatganki, foiz stavkalarining oshishi, ayniqsa, valyuta kursining harakatini hisobga olgan holda, iqtisodiy o'sish va inflyatsiyani pasaytirishga olib kelgan. Ular zamonaviy pul-kredit siyosatida inflyatsion targetlash siyosatini qabul qilish hamda mustaqil va shaffof markaziy banklar mavjudligi moliyaviy rivojlanishga qaraganda pul-kredit siyosati transmissiyasi uchun ko'proq ahamiyatga ega degan xulosaga kelishgan.³

Y.Wang va boshqalar ilmiy shlarida monetar siyosati transmission mexanizmiga banklar orqali qarzdorlarga ta'sirini miqdoriy baholashgan. Ular monetar siyosatning raqobatsiz va yirik banklar xarajatlariga ta'sir qilishini ko'rsatadigan dinamik bank modellarini baholashgan. Monetar siyosatgagi salbiy o'zgarishlarga javoban bu kabi banklar, kapital va rezervlar bo'yicha tartiblarga duch kelgan holda, bu og'irlikni qarz oluvchilar va depozit egalari uchun o'tkazishda optimallashtirishga intilishar ekan. Ularning tahlillari shuni ko'rsatadiki, bank bozor kuchi pul-kredit siyosatining qarz oluvchilarga o'tkazilishida muhim rol o'ynaydi va bu ta'sir bank kapitali tartibga solishining ta'siriga tengdir. Federal fondlar stavkasi (AQShdagi banklararo foiz Stavka) 0.9% dan pastga tushganda, bozor kuchi bank kapitali tartibga solishi bilan o'zaro ta'sir qilib, pul-kredit siyosatining ta'sirini teskari yo'naltirishi aniqlangan.⁴

Bizning fikrimizga ko'ra, banklarning bozor kuchi va bank kapitali tartibga solishining birgalikda ishlashi pul-kredit siyosatining samaradorligiga ta'sir ko'rsatishi mumkin. Agar federal fondlar stavkasi ma'lum bir darajadan pastga tushsa, bu holat banklarning qarzdorlarga mablag' o'tkazish qobiliyatini o'zgarishiga olib kelishi mumkin. Bu esa iqtisodiyotda pul-kredit siyosatining ishtirokini va ta'sirini yanada murakkablashtiradi. Ushbu tadqiqot natijalari, banklar va iqtisodiy muhit o'rtasidagi o'zaro bog'liqlikni tushunish uchun muhim ahamiyatga ega, chunki ular iqtisodiy siyosat va bank faoliyatining qanday ta'sir ko'rsatishini ko'rsatadi.

D.Vayanos va J.L. Vila ilmiy ishlarida foiz stavka kanalini modellashtirgan va bu esa investorlardagi ma'lum muddatlarga bo'lgan afzalliklar va xavfga nisbatan ehtiyotkor harakatlari (arbitratorlari) o'rtasidagi o'zaro ta'sir natijasida yuzaga kelishini aniqlagan. Tahlil natijalariga ko'ra, qisqa muddatli foizlardagi shoklar arbitratorlarning birjadagi savdolari orqali uzoq muddatli foizlarga uzatiladi. Arbitratorlar ushbu qisqa muddatli foizlardagi zarbalarni obligatsiyalar risk premiyalari orqali uzatishdan foyda olishadi, bu premiyalar esa foiz stavkalari strukturasi harakatiga to'g'ri proporsional ekanligi aniqlangan. Agar qisqa muddatli foiz yagona risk faktori bo'lsa, investor talabi o'zgarishlari barcha muddatlar bo'yicha foiz stavkalariga nisbatan, qayerda kelib chiqishidan qat'iy nazar, bir xil ta'sir qiladi. Tahlillar shuni ko'rsatganki, uzoq muddatli foizlar qisqa muddatli foizlar haqidagi oldindan ko'rsatilgan ma'lumotlarga nisbatan past ta'sir qiladi. Katta miqdordagi aktivlarni sotib olish, ayniqsa, uzoq muddatlarga qaratilganda, uzoq muddatli foizlarni harakatlantirishda samaraliroq bo'lishi mumkin.⁵

³ Brandao-Marques, M. L., Gelos, M. R., Harjes, M. T., Sahay, M. R., & Xue, Y. (2020). *Monetary policy transmission in emerging markets and developing economies*. International Monetary Fund.

⁴ Wang, Y., Whited, T. M., Wu, Y., & Xiao, K. (2022). Bank market power and monetary policy transmission: Evidence from a structural estimation. *The Journal of Finance*, 77(4), 2093-2141.

⁵ Vayanos, D., & Vila, J. L. (2021). A preferred-habitat model of the term structure of interest rates. *Econometrica*, 89(1), 77-112.

Bizning fikrimizcha, ushbu tadqiqotda foydalanilgan ekonometrik modellar, investorlardagi talab va qisqa muddatli foiz stavkalarining o'zaro ta'sirini hisobga olgan holda, uzoq muddatli foiz stavkalarining harakati va ularning bozor reaksiyasi qanday amalga oshishini ko'rsatadi. Bu modellash investor talabi va foiz stavkalari o'rtasidagi o'zaro bog'liqlikni tushunishga yordam beradi. Natijalar shuni ko'rsatadiki, katta miqdordagi aktivlarni sotib olish va oldindan ko'rsatilgan ma'lumotlar uzoq muddatli stavkalarni harakatlantirishda muhim rol o'ynaydi, bu esa iqtisodiy siyosat va pul-kredit siyosatini rejalashtirishda ahamiyatli xulosa beradi.

TADQIQOT METODOLOGIYASI

Ilmiy tadqiqotni amalga oshirishda induksiya, deduksiya, sintez va qiyosiy tahlil kabi usullardan foydalanilgan. Shuningdek, tijorat bankari barqarorligining transmission mexanizm bank kredit kanali samarodligini tahlil qilishda tijorat banklarining rasmiy statistik ma'lumotlari olingan.

Mazkur ilmiy ishda transmission mexanizm foiz kanalining samaradorligini tahlil qilishda 2016-2024 yillardagi banklarning rasmiy statistikasidan foydalanilgan. Shuningdek, o'rganilayotgan davrda mamlakatimizda faoliyat olib boragan 30 dan ortiq banklar umumiy tahlil ob'ekti sifatida olingan.

TAHLIL VA NATIJALAR MUHOKAMASI

Transmission mexanizm foiz kanali Markaziy bank arsenalidagi eng kuchli kanallardan biridir. Markaziy bank foiz stavkasini o'zgartirish orqali dastlab qisqa muddatli bozor foiz stavkalariga ta'sir etadi. Qisqa muddatli bozor foiz stavkalari o'zgarishiga qarab uzoq muddatli foizlar moslashadi. Buning uchun iqtisodiyotda indikativ foiz stavka bo'lishi kerakki, bozor foiz stavlari unga moslashish uchun.

Transmission mexanizm foiz kanalining birinchi bosqichida Markaziy bankda aniq bir indikativ foiz stavkaning bo'lishiga, davlat qimmatli qog'ozlar bozorining rivojlanganlik darajasiga, Markaziy bankning oldida bitta aniq maqsad (target) bo'lishiga, tijorat banklari balans passivida markaziy bankdan olgan kreditlar salmog'iga baho beriladi. Ikkinchi bosqichda esa aholi iste'mol darajasining foiz stavkaga ta'sirchanligi, qisqa muddatda narx darajasi va ish xaqining keskin tebranmasligi, foiz stavkaga ta'sirchan mahsulotlarning YaIM tarkibidagi ulushi kabi omillar tahlil qilinadi.

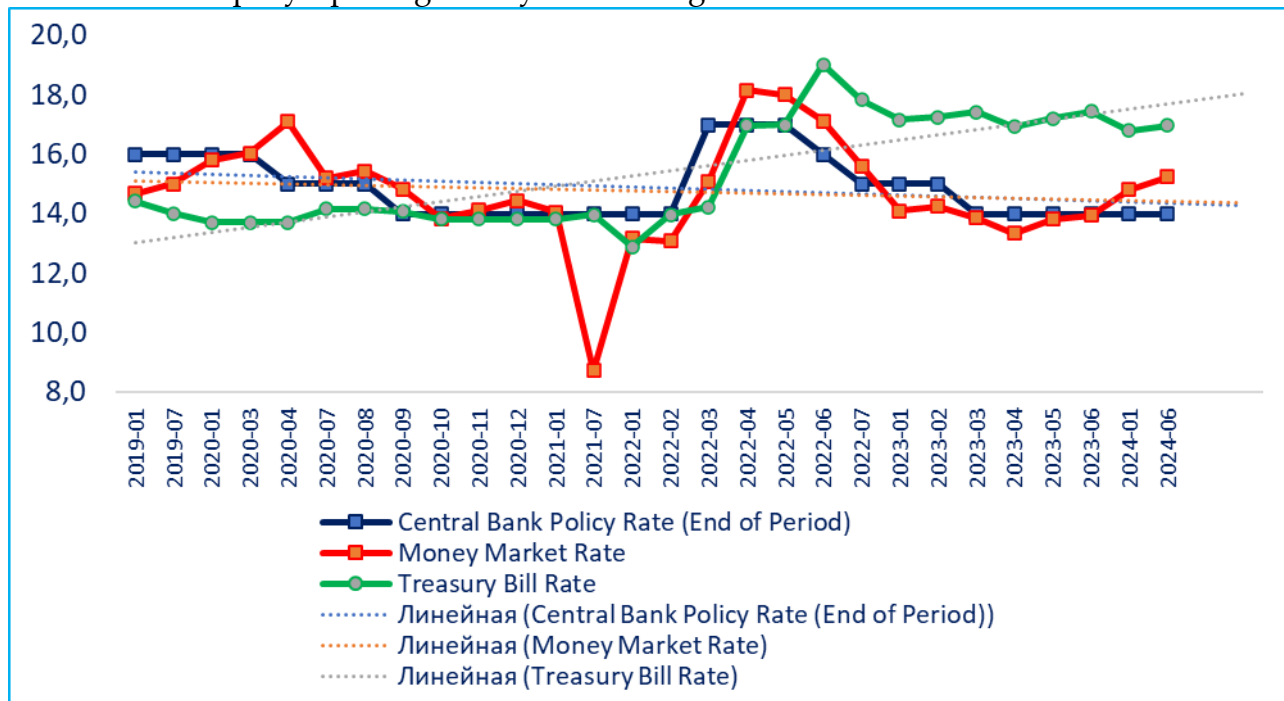
Markaziy bankda indikativ foiz stavkaning bo'lishi.

Xozirgi davrda dunyoning ko'pchilik markaziy banklarida transmission mexanizm kanallari ichida foiz stavka kanali muhim o'rin tutadi. Markaziy banklar asosiy indikativ foiz stavka chegarasini belgilash orqali birinchi navbatda pul bozoridagi foiz stavkalarga ta'sir ko'rsatadi. So'ngra pul bozoridagi foiz stavkalarining o'zgarishiga to'g'ri proporsional shaklda depozit va kredit foiz stavkalari moslashadi. Provardida iqtisodiy muhit va iqtisodiy sub'ektlar ushbu o'zgarishga mos ravishda o'z faoliyatlarini muvofiqlashtirishadi.

O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki uchun indikativ foiz stavka sifatida qayta moliyalash foiz stavkasini olishimiz mumkin. Aksariyat davlatlar markaziy banklarining qayta moliyalashtirish foiz stavkasi pul bozoridagi foiz stavkalarining yuqori chegarasini belgilaydi. Pul bozoridagi foiz stavkalarining quyi chegarasini markaziy banklarning

overnayt depozit foiz stavkasi aniqlab beradi. Markaziy bank operasion foiz stavkalari asosan 2019 yildan boshlab faoliyat olib bormoqda. Markaziy bank tomonidan overnayt depozit operasialarilarini, depozit auksionlarini olib borishi pul bozoridagi foiz stavkalarining quyi chegarasining o'rnatilishiga xizmat qilmoqda.

Markaziy bankda indikativ foiz stavkaning bo'lishi asosan pul bozoridagi foiz stavka bilan qimmatli qog'ozlar foiz stavkalariga ta'sirida seziladi. Markaziy bank o'zining foiz stavkasi orqali yuqoridagi asosiy ikki bozorga ta'sir ko'rsatadi.



1- rasm. Markaziy bank asosiy foiz stavkasi bilan pul bozori foizi va DQQ foizlari o'rtasidagi bog'liqlik⁶

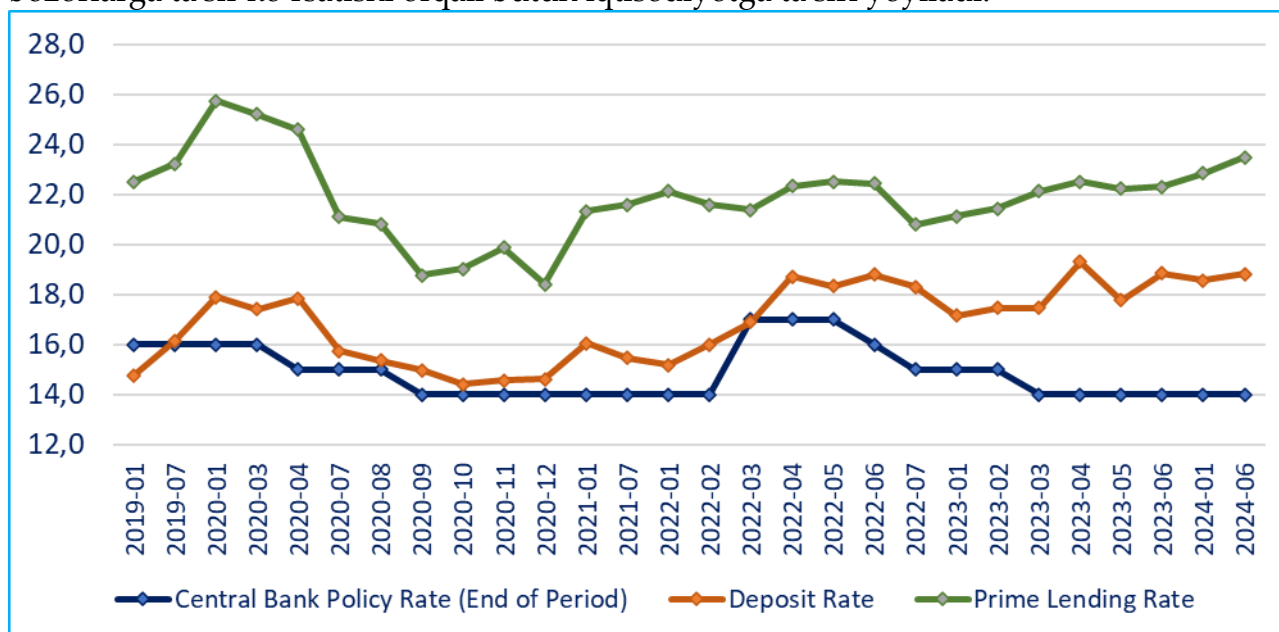
Markaziy bank asosiy foiz stavkasi oxirgi yillarda tezroq o'zgarimoqda va bunda asosiy maqsad inflyasiya darajasini pasaytirishga qaratilgan. Xususan, 2022 yil boshidan xalqaro siyosiy, har bir ziddiyatlar natijasida xalqaro iqtisodiyotdagi salbiy o'zgarishlar ichki iqtisodiyotda inflyasiya darajasini oshirib yubordi. Bunga qarshi ravishda Markaziy bank asosiy foiz stavkasini 2022 yil mart oyidan 14 foizdan 17 foizga oshirdi. Ushbu yuqori foiz biznes jarayonlariga salbiy ta'sirini inobatga olib iloji boricha qisqa vaqt davom etishi kerak, va Markaziy bank o'sha yilning iyun oyida foiz stavkani 16 foizga hamda iyul oyida 15 foizga tushurdi. Ichki iqtisodiyotda inflyasion kutilmalar pastligini va biznes klimetni yaxshilash maqsadida Markaziy bank 2023 yil aprel oyidan asosiy foiz stavkani 14 foizga pasaytirgan.

Markaziy bank asosiy foiz stavkasi bilan pul bozoridagi foiz stavka va qimmatli qog'ozlar bozoridagi foiz stavkalar bilan bog'liqligini 2019M01-2024M06 oralig'idagi davrda tahlil qilganmiz. Tahlil natijalariga ko'ra, Markaziy bank asosiy foiz stavkasi bilan pul bozoridagi foiz stavka o'rtasidagi korrelyasiya $\rho = 0,60$ ga tengligi va bu bog'liqlik kuchli ekanligi aniqlandi. Shu bilan birga Markaziy bank asosiy foiz stavkasi va pul bozoridagi foiz stavkalarining trendi ham bir-biriga juda yaqin bo'lmoqda.

⁶ O'zbekiston Respublikasi Markaziy bank rasmiy sayti www.cbu.uz ma'lumotlari asosida muallif ishlanmasi

Ammo Markaziy bankning asosiy foiz stavkasi bilan davlat qimmatli qog'ozlari foizlari o'rtasidagi korrelyatsiya $\rho = -0,14$ a tengligi va bu bilan ular o'rtasida bog'liqlik mavjud emasligi aniqlandi. Shuningdek, Markaziy bank asosiy foiz stavkasi bilan davlat qimmatli qog'ozlari foizlarining o'zgarish trendi bir-biriga qarama qarshi bo'lmoqda.

Rivojlangan davlatlar markaziy banklari foiz kanali orqali birinchi galda qimmatli qog'ozlar bozorida qisqa muddatli foizlarga ta'sir ko'rsatadi va bu ta'sir boshqa bozorlarga ta'sir ko'rsatishi orqali butun iqtisodiyotga ta'siri yoyiladi.



2-rasm. Markaziy bank asosiy foiz stavkasi bilan depozit va kreditlar o'rtacha foizlari o'rtasidagi bog'liqlik⁷

Markaziy bank asosiy foiz stavkasining pul bozoriga va qimmatli qog'ozlar bozoriga ta'sir natijasida bank kreditlari va depozitlari foizlari o'zgarishiga olib keladi. Quyida biz Markaziy bank asosiy foiz stavkasining bank kreditlari va depozitlari foiziga ta'sirini tahlil qilganmiz. ahlil natijalariga ko'ra, Markaziy bank asosiy foiz stavkasining bank kreditlari foizlari bilan korrelyatsiyasi mavjudligini ko'rishimiz mumkin. Xususan, Markaziy bank asosiy foiz stavkasi bilan tijorat banklari kredit foiz stavkasi o'rtasida korrelyatsiya $\rho = 0,45$ ga tengligi aniqlandi. Ammo Markaziy bank asosiy foiz stavkasi bilan milliy valyutadagi depozit foizlari bilan korrelyatsiyasi $\rho = -0,01$ ga tengligi ular o'rtasida bog'liqlik yo'qligidan dalolat beradi.

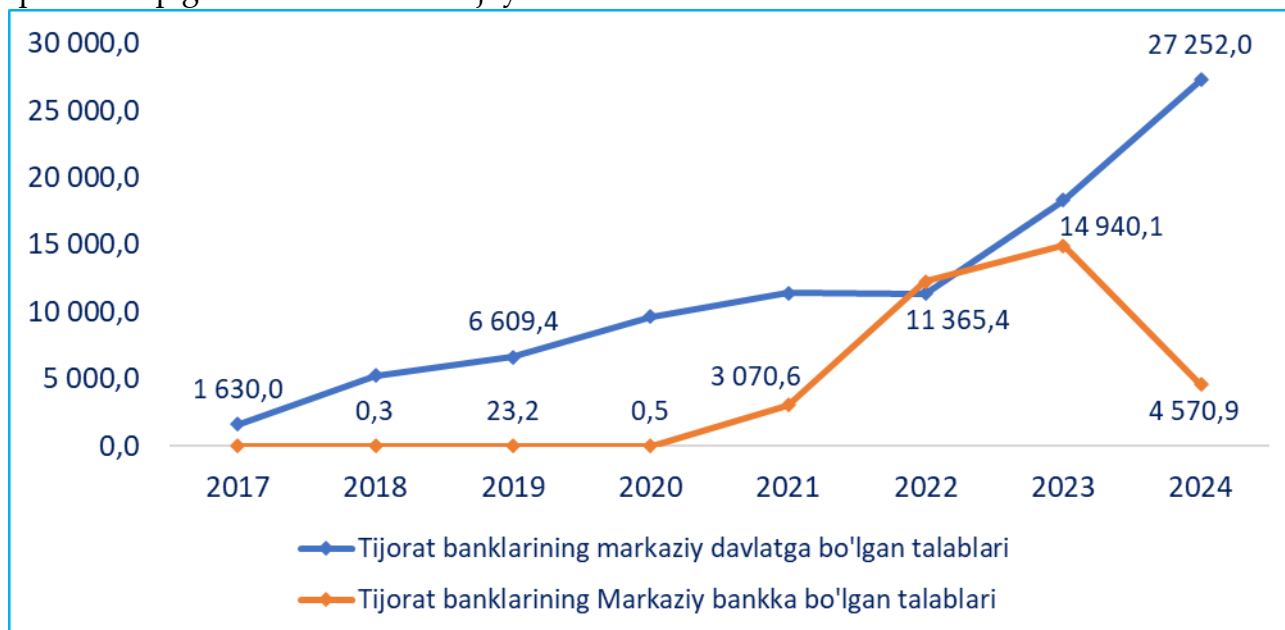
Davlat qimmatli qog'ozlar bozorining rivojlanganlik darajasi.

Qimmatli qog'ozlar bozorining rivojlanganligi Markaziy bank foiz kanalining samaradorligini oshirishga xizmat qiladi. Agar Markaziy bank asosiy foiz stavkasi indikativ foiz stavka rolini bojarishida muammolar bo'lsa, Markaziy bank ochiq bozor siyosati orqali iqtisodiyotga ta'sir qilishi va bu orqali foiz kanali samaradorligini oshirishi mumkin. Shunday ekan, qimmatli qog'ozlar bozori qanchalik rivojlangan va yaxshi funkcionallashgan bo'lsa, foiz kanalining samaradorligi shunchalik yuqori bo'ladi.

Qimmatli qog'ozlar bozorining rivojlanishida davlat qimmatli qog'ozlari lokomativ rolni bajaradi. Shu bilan birga Markaziy bank ham ochiq bozor siyosatini olib borishda

⁷ O'zbekiston Respublikasi Markaziy bank rasmiy sayti www.cbu.uz ma'lumotlari asosida muallif ishlanmasi

davlat qimmatli qog'ozlaridan foydalanadi. Statistika ma'lumotlariga ko'ra, 2018 yil dekabr oyiga qadar davlat qimmatli qog'ozlar muomalasi to'xtatilgan edi. 2019 yildan davlat qimmatli qog'ozlar bozori ancha joylandi.



3-rasm. Tijorat banklarining markaziy hukumatga va Markaziy bankka bo'lgan talablarining 1-yanvar holatiga qoldig'i. (mlrd.so'mda)⁸

Bugungi kunga qadar davlat qimmatli qog'ozlar hajmi va uning muddatlarida ham ijobiy o'zgarishlar kuzatilmoqda. Davlat qimmatli qog'ozlar savdosida asosan tijorat banklari ishtirok etishini inobatga olib, tahlilni banklar bilan bog'liq holda olib borganmiz.

Tahlil natijalariga ko'ra, markaziy hukumatning tijorat banklari oldidagi majburiyatlari oshib bormoqda. Xususan, 2019 yilda markaziy hukumatning tijorat banklari oldidagi majburiyati 6609,4 mlrd.so'mni tashkil etgan bo'lsa, 2024 yil boshida bu ko'rsatkich 27252,0 mlrd.so'mni tashkil qilgan.

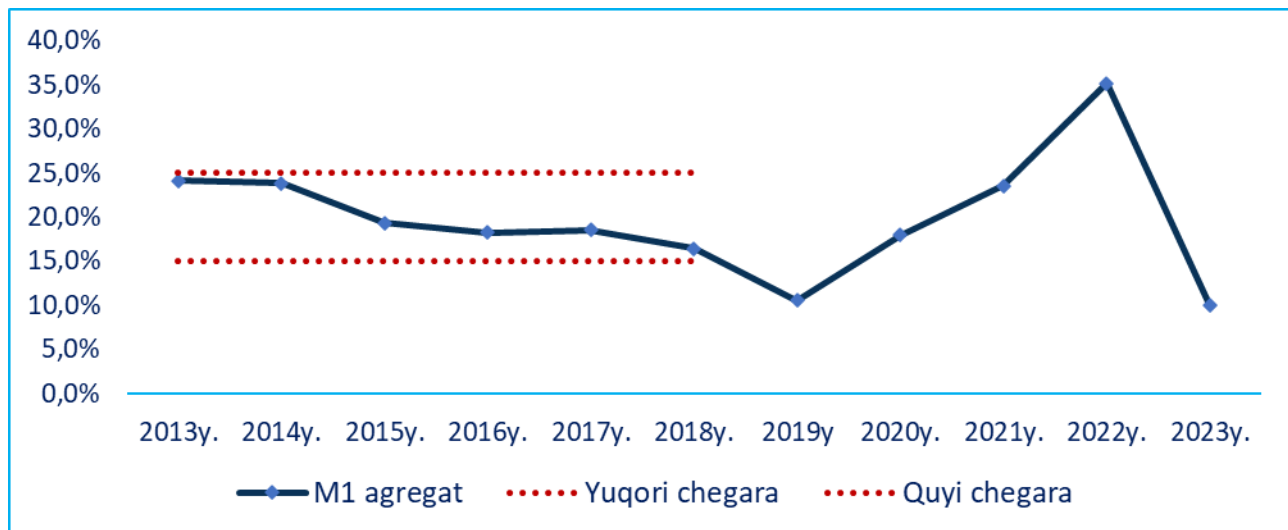
Markaziy bank ochiq bozor siyosatini samarali olib borish maqsadida 2020 yildan Markaziy bank obligatsiyalarini muomalaga keng chiqarishni boshlagan. Statistika ma'lumotlariga ko'ra, 2021 yilda tijorat banklarining Markaziy bankka bo'lgan talabi 3070,6 mlrd.so'mni tashkil etgan bo'lsa, 2023 yil boshida bu eng yuqori ko'rsatkichni qayd etib 14901,4 mlrd.so'mni tashkil qilgan. Keyingi yillarda Markaziy bank obligatsiyalarining muomalasi ancha qisqardi va 2024 yil boshiga kelib 4570,9 mlrd.so'm obligatsiyalar muomalada qolmoqda.

Markaziy bankning oldida bitta aniq maqsad (target) bo'lishi.

Markaziy bank oldidagi oraliq maqsadlarini targetlash deb ataymiz. Markaziy bank bir vaqtning o'zida bir qancha oraliq maqsadlarni belgilab olishi, u olib borayotgan pul-kredit siyosatining iqtisodiy agentlarga yetishida tushunarsizliklarga va buning natijasida foiz kanalining samaradorligiga putar yetkazadi. Ya'ni Markaziy bank bir qancha maqsadlarni targetlagan bo'lsa, unda iqtisodiyotdagi turli vaziyatlarda Markaziy bank qanday pul-kredit siyosat olib borishini iqtisodiy agentlar aniqlash olmaydi. Bir gap bilan

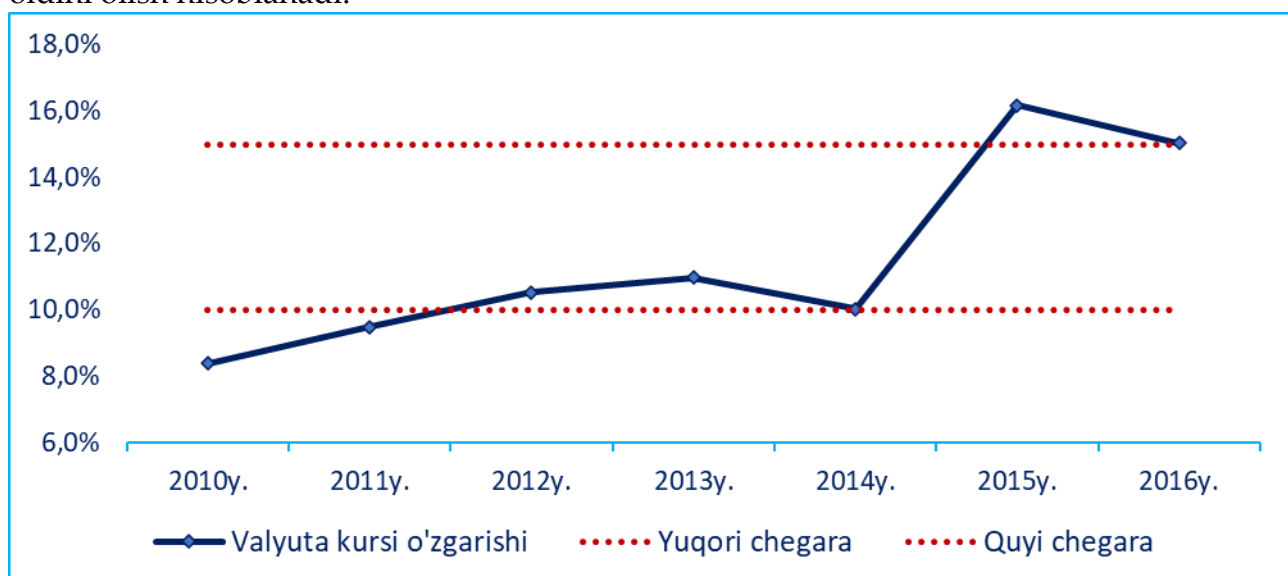
⁸ O'zbekiston Respublikasi Markaziy bank rasmiy sayti www.cbu.uz ma'lumotlari asosida muallif ishlanmasi

aytganda foiz kanalining iqtisodiyotga ta'siri samarali bo'lishi uchun Markaziy bankning xarakatlari rasional bo'lishi lozim.



4-rasm. M1 pul agregarining o'zgarishi (oldingi yilga nisbatan, foizda)⁹

Tahlil natijalariga ko'ra, Markaziy bank 2018 yilga qadar pul massasi o'sishini targetlagan bo'lsa, 2017 yilga qadar almashinuv kursini targetlagan. 1995 yil 21 dekabrda Markaziy bank to'g'risidagi qonunga binoan Markaziy bankning asosiy vazifasi milliy valyuta barqarorligini ta'minlash hisoblangan. Milliy valyuta barqarorligini ta'minlash ikki tomonlama bo'ladi. Ya'ni, milliy valyuta barqarorligini ta'minlash bir tomondan ichki bozorda inflyasiya darajasini nazorat qilish orqali bo'lsa, ikkinchi tomondan tashqi bozorda milliy valyuta almashinuv kursining keskin tebranishining oldini olish hisoblanadi.



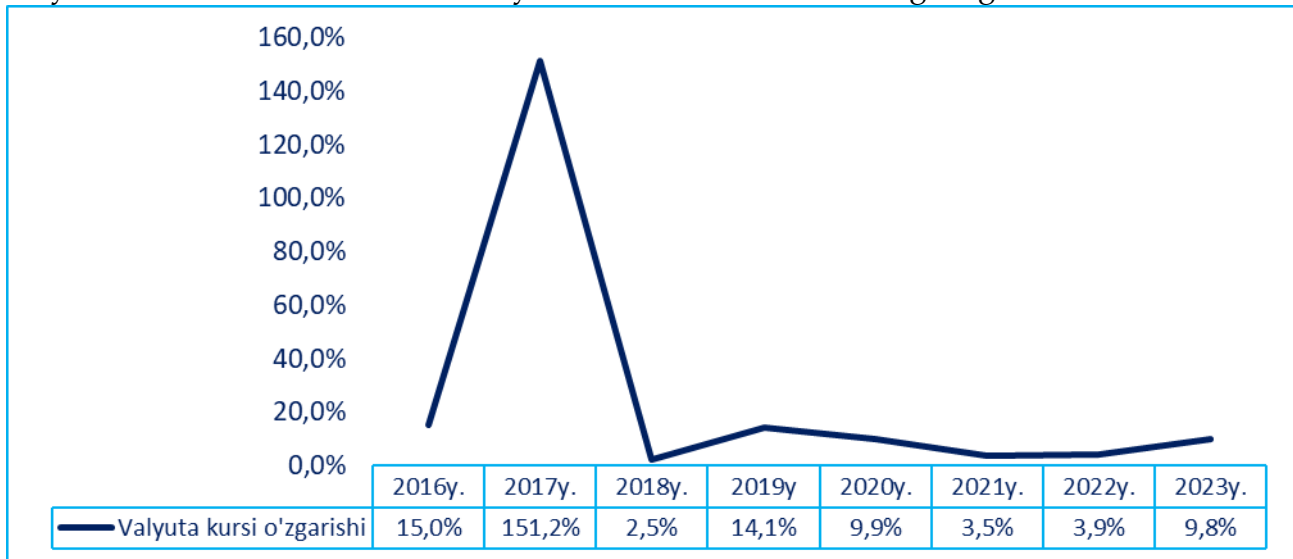
5-rasm. Milliy valyuta kursining 2010-2016 yillarga o'zgarishi¹⁰

Markaziy bank shu ikki targetlashni qo'llashi, iqtisodiyotdagi turli shoklarda qaysi bir maqsadni ustun ko'rishi ma'lum emas edi. Chunki, iqtisodiyotda shunday vaziyatlar kuzatiladiki, bir tomondan tashqi bozorda milliy valyuta olmashtiruv kursini oshirib borib, qadrsizlanayotgan bo'lsa, ichki iqtisodiyotda inflyasiya pasayishi hisobiga milliy valyuta

⁹ O'zbekiston Respublikasi Markaziy bank rasmiy sayti www.cbu.uz ma'lumotlari asosida muallif ishlanmasi

¹⁰ O'zbekiston Respublikasi Markaziy bank rasmiy sayti www.cbu.uz ma'lumotlari asosida muallif ishlanmasi

qadrlanib boradi. Bunday vaziyatda Markaziy bank qanday yo'l tutishi iqtisodiy agentlarga yetib bormaydi. Tahlil natijalariga ko'ra, 2018 yilga qadar Markaziy bank pul massasi tarkibida M1 agregatni o'sishini 10-25 foiz atrofida targetlagan bo'lsa, milliy valyuta almashinuv kursi devalvasiyasini 10-15 foiz atrofida targetlagan.



6-rasm. Milliy valyuta kursining 2017-2023 yillarga o'zgarishi¹¹

2017 yil sentyabr oyida iqtisodiyotimizda katta o'zgarish bo'ldi, va bu o'zgarish orqali iqtisodiyotdagi eng katta bir muammo o'z yechimini topdi. Xususan, 2017 yil sentyabr oyida milliy valyuta rasmiy almashinuv kursi 94 foizga devalvasiya qilindi. Buning natijasida rasmiy almashinuv kursi bilan parallel bozor kursi o'rtasidagi katta farq yo'qotildi.



7-rasm. Valyuta bozorida savdo operatsiyalari holati¹²

Ammo shunda ham Markaziy bank milliy valyuta almashinuv kursini qisman bo'lsada, targetlab turgan edi. 2019 yil avgust oyida valyuta birjasiga bo'lgan katta bosim

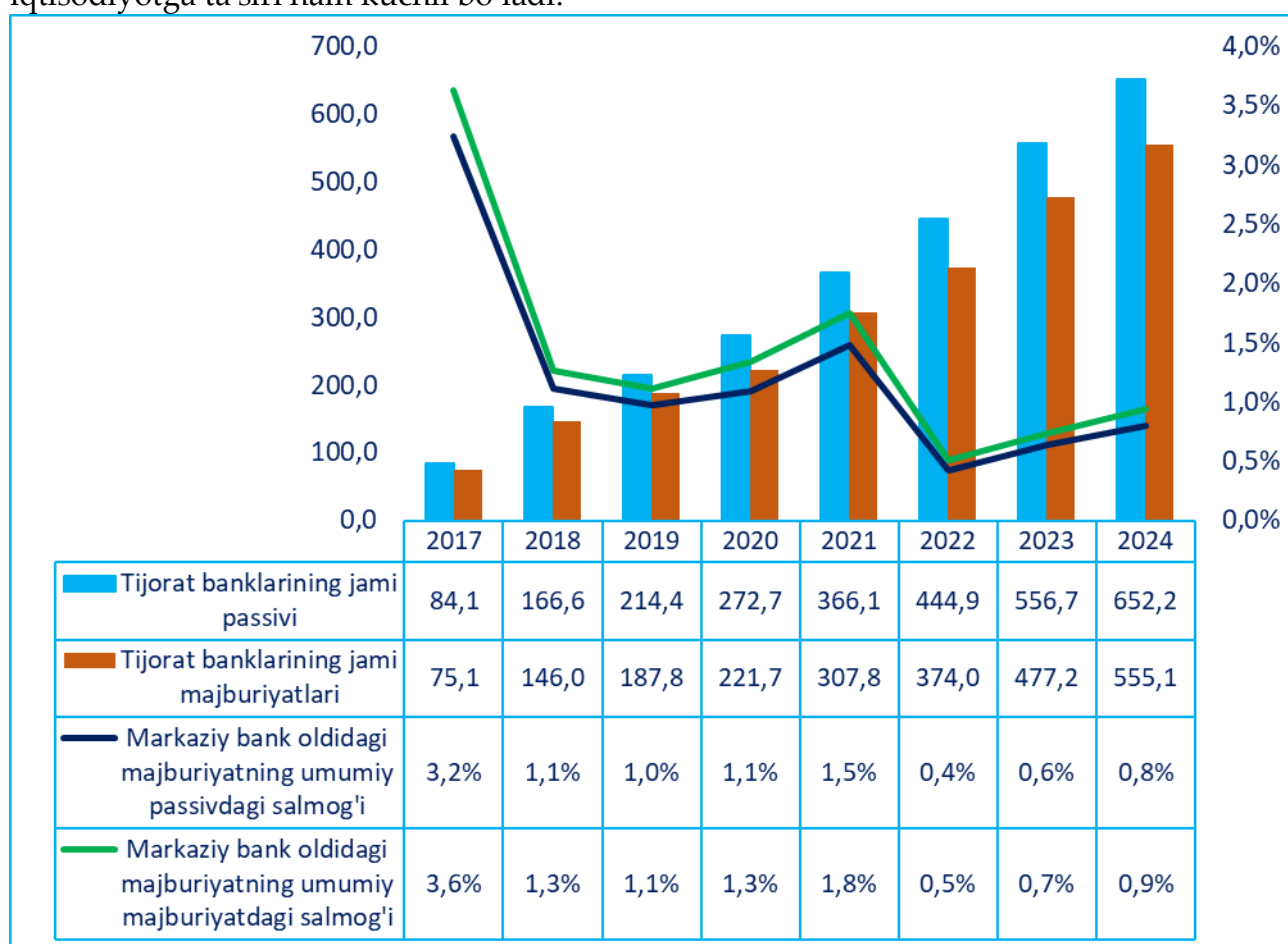
¹¹ O'zbekiston Respublikasi Markaziy bank rasmiy sayti www.cbu.uz ma'lumotlari asosida muallif ishlanmasi

¹² O'zbekiston Respublikasi Markaziy bank rasmiy sayti www.cbu.uz ma'lumotlari

natijasida Markaziy bank almashinuv kursini targetlashdan butunlay voz kechdi. Statistik ma'lumotlarga ko'ra, aynan 2019 yil avgust oyida Markaziy bank valyuta intervensiyasini o'tkazish uchun eng ko'p, ya'ni 651 mln.AQSh dollarini valyuta birjasida sotishga majbur bo'ldi.

Tijorat banklari balans passivida markaziy bankdan olgan kreditlar salmog'i.

Markaziy bank pul-kredit siyosati transmission mexanizmi foiz kanalida asosiy foiz stavkani o'zgartirish orqali iqtisodiyotga ta'sir ko'rsatadi. Ammo shunday vaziyatlar bo'ladiki, foiz siyosatining iqtisodiyotga ta'siri kuchli bo'lmaydi. Bunday holatda, Markaziy bank tijorat banklari passivi orqali ularning kreditlash salohiyatiga ta'sir ko'rsatadi. Buning uchun esa, Markaziy bankning tijorat banklariga bergan kreditlari bank balans passivida sezilarli salmoqqa ega bo'lishi kerak. Shunday ekan, tijorat banklari passivida Markaziy bankdan olgan kreditlari ulushi yuqori bo'lsa, foiz kanalining iqtisodiyotga ta'siri ham kuchli bo'ladi.



8-rasm. Markaziy bankning bank tizimiga bo'lgan talabi¹³

Tahlil natijalaridan ko'rishimiz mumkinki, bank tizimi passivi 2017 yil 1 yanvar holatiga 84,1 trln.so'mni tashkil qilgan bo'lsa, 2024 yil 1 yanvar holatiga sakkich barobarga yaqin oshgan holda 652,2 trln.so'mga tashkil qilgan. Shu bilan birga bank tizimi majburiyatlari ham keskin oshgan. Statistik ma'lumotlarga ko'ra, bank tizimi majburiyatlari 2017 yil 1 yanvar holatiga 75,1 trln.so'mni tashkil qilgan bo'lsa, 2024 yil 1 yanvar holatiga sakkich barobarga yaqin oshgan holda 555,1 trln.so'mga tashkil qilgan.

¹³ O'zbekiston Respublikasi Markaziy bank rasmiy sayti www.cbu.uz ma'lumotlari asosida muallif ishlanmasi

Markaziy bankning bank tizimiga talabini tahlil qiladigan bo'lsa, unda ushbu talab bank passivining bir foizini ham tashkil qilmaydi. Xususan, 2017 yilda Markaziy bank qisman tijorat banklariga kredit ajratgan bo'lsa, va buning miqdori bank tizimi passivining 1,1 foizini tashkil etgan bo'lsa, keyinchalik Markaziy bank tijorat banklarini kreditlamayapdi.

XULOSA VA TAKLIFLAR

Yuqoridagi tahlillardan xusosa qilishimiz mumkinki, Markaziy bank asosiy foiz stavkasi 2019 yildan keyin indikativ foiz stavka sifatida ko'rilmogda. Undan oldingi davrda Markaziy bank asosiy foiz stavka orqali pul bozoriga ta'siri past edi. Bugungi kunda Markaziy bank asosiy foiz stavka orqali pul bozoridagi banklararo kredit va depozit foizlariga ta'sir etishi kuchaygan bo'lsada, ammo qimmatli qog'ozlar foiziga ta'siri sustligicha qolmogda.

Shuningdek, 2019 yilga qadar qimmatli qog'ozlar bozori orqali transmission mexanizm foiz kanalining iqtisodiyotga ta'siri yetarli bo'lmagan. Ammo 2019 yildan davlat qimmatli qog'ozlari bozorining yo'lga qo'yilishi va uning kengashib borishi, 2020 yilda Markaziy bank obligasiyalarining qimmatli qog'ozlar bozorida ko'laminig oshib borishi transmission mexanizm foiz kanalining iqtisodiyotga ta'sirini kuchaytirmogda.

Markaziy bank pul-kredit siyosatining iqtisodiyotga ta'sirini oshirish maqsadida 2020 yildan boshlab Markaziy bank inflyasion targetlashga o'tishga qaror qildi va bosiqichma bosqich inflyasiyaning maqsadli ko'rsatkichlarini pasaytirib bordi. Inflyasion targetlashning asosiy xususiyati shundaki, bunda Markaziy bank inflyasiyaning maqsadli ko'rsatkichlarini belgilaydi. Agar maqsadli ko'rsatkich bilan inflyasiyaning prognoz ko'rsatkichlari o'rtasida farq yuzaga kelsa, Markaziy bank pul-kredit siyosati instrumentlarini ishlatishni boshlaydi.

Shundan xulosa qilishimiz mumkinki, Markaziy bank oldida 2019 yilga qadar ikkita targetlash bo'lgan bo'lsa, bu foiz kanalining iqtisodiyotga ta'sirini susaytiragan. Ammo 2020 yildan Markaziy bank faqat inflyasiyani targetlashga o'tishi transmission mexanizm foiz kanalining samaradorligini oshirishga xizmat qildi. 2022 yildan xalqaro iqtisodiyotdagi salbiy holatlar Markaziy bankning inflyasion targetlashda belgilagan maqsadli ko'rsatkichlariga erishishga to'sqinlik qilganligi foiz kanalining ta'sir kuchini pasaytirdi.

Markaziy bankning bank tizimiga talab orqali foiz kanali samaradorligini oshirishda muammolar yetarlicha. Bunga asosiy sabab Markaziy bank pul massasini hajmini oshirishda qayta moliyalash instrumentidan emas, balki oltin sotib olish orqali amalga oshirayotganligidir. Biz kabi oltin qazib chiqaruvchi davlatlarda Markaziy banklarning monetar siyosat instrumentlari yetarlicha sifatli ishlamaydi.

Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati:

1. Ramey V.A. (1993). How important is the Credit Channel in the Transmission of Monetary Policy? NBER Working Paper No. 4285.
2. Christiano J. Lawrence and Martin Eichenbaum (1995). Liquidity Effects, Monetary Policy, and the Business Cycle/ Journal of Money, Credit and Banking Vol. 27, No. 4, Part 1, November, pp. 1113-1136

3. Tobin J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1(1), February, pp. 15-29.
4. Brunner K., Meltzer A. (1972). Money, Debt and Economic Activity / *Journal of Political Economy* № 80, pp.951-977.
5. Bernanke B., Blinder A. (1988). Credit, Money and aggregate Demand / *The American Economic Review*. №78– pp 435-439.
6. Eggertsson, G. B., Juelsrud, R. E., Summers, L. H., & Wold, E. G. (2024). Negative nominal interest rates and the bank lending channel. *Review of Economic Studies*, 91(4), 2201-2275.
7. Moessner, R., & Nelson, W. (2024). Central bank policy rate guidance and financial market functioning. *Fourteenth issue (September 2008) of the International Journal of Central Banking*.
8. Brandao-Marques, M. L., Gelos, M. R., Harjes, M. T., Sahay, M. R., & Xue, Y. (2020). *Monetary policy transmission in emerging markets and developing economies*. International Monetary Fund.
9. Wang, Y., Whited, T. M., Wu, Y., & Xiao, K. (2022). Bank market power and monetary policy transmission: Evidence from a structural estimation. *The Journal of Finance*, 77(4), 2093-2141.
10. Vayanos, D., & Vila, J. L. (2021). A preferred-habitat model of the term structure of interest rates. *Econometrica*, 89(1), 77-112.
11. Gomez, M., Landier, A., Sraer, D., & Thesmar, D. (2021). Banks' exposure to interest rate risk and the transmission of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 117, 543-570.

Copyright: © 2024 by the authors. This work is licensed under a Creative Commons Attribution-4.0 International License (CC - BY 4.0)

