# MARKAZIY BANKNING ASOSIY STAVKANI O‘ZGARTIRISH INSTRUMENTIDAN FOYDALANISHINING XORIJIY MAMLAKATLAR TAJRIBASIGA ASOSLANGAN TAHLILI

**[1]Abdullayeva Charos Abdullo qizi**
*Toshkent iqtisodiyot va pedagogika universiteti o‘qituvchisi*
**[2]Normo'minov Hayotbek Marat o‘g‘li**
*Toshkent iqtisodiyot va pedagogika universiteti talabasi*
DOI : 10.67620/TIPUjournal.330002

***ANNOTATSIYA***

*Ushbu maqolada Markaziy bankning asosiy stavkasi kredit resurslari qiymatiga ta’sir ko‘rsatuvchi monetar uzatish mexanizmining asosiy instrumenti sifatida tizimli va kompleks tahlil qilinadi. Tadqiqotda monetar siyosat transmissiyasining nazariy asoslari o‘rganilib, foiz stavkalarining uzatilish (interest rate pass-through) mexanizmlariga oid empirik adabiyotlar umumlashtirilgan hamda 2021–2024 yillardagi monetar siyosat sikli doirasida sakkizta milliy iqtisodiyot — AQSh, Yevro hududi, Buyuk Britaniya, Yaponiya, Xitoy, Janubiy Koreya, Braziliya va O‘zbekiston misolida qiyosiy tahlil amalga oshirilgan.*

*Tadqiqot Xalqaro hisob-kitoblar banki (BIS), Xalqaro valyuta jamg‘armasi (IMF), Jahon banki hamda milliy markaziy banklarning rasmiy statistik ma’lumotlariga asoslanadi. Olingan natijalar chakana kredit foiz stavkalariga asosiy stavkaning uzatilish tezligi, ko‘lami va to‘liqligi mamlakatlar kesimida sezilarli darajada farqlanishini ko‘rsatadi.*

*Tahlil natijasida bank tizimining tarkibiy xususiyatlari, moliya bozorlarining rivojlanish darajasi, inflyatsion rejim, valyuta kursining moslashuvchanligi hamda institutsional ishonchlilik monetar transmissiya samaradorligini belgilovchi asosiy omillar*

***КАЛИТ СЎЗЛАР***

*Markaziy bankning asosiy stavkasi, monetar siyosat transmissiyasi, foiz stavkalarining uzatilish mexanizmi (interest rate pass-through), kredit resurslari qiymati, bank tizimi, kredit foiz stavkalari, monetar transmissiya kanallari, inflyatsion targetlash, O‘zbekiston, qiyosiy monetar tahlil.*

*ekanligi aniqlangan. Shuningdek, maqolada O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki olib borayotgan monetar siyosat tajribasi alohida tahlil qilinib, mamlakatning ichki siyosiy qarorlari xalqaro tajriba bilan qiyosiy baholangan.*

*Maqola yakunida bank tizimida tarkibiy nomutanosibliklar, moliya bozorining sayozligi va dollarizatsiya darajasi yuqori bo‘lgan iqtisodiyotlarda monetar uzatish mexanizmlarining samaradorligini oshirishga qaratilgan amaliy siyosiy tavsiyalar ishlab chiqilgan.*

***ABSTRACT***

*This article conducts a systematic analytical examination of central bank policy rate adjustments as a primary monetary transmission instrument influencing the cost of credit resources across developed, emerging, and transitional banking systems. The study investigates the theoretical foundations of monetary policy transmission, reviews the empirical literature on interest rate pass-through mechanisms, and applies a comparative analysis framework across eight national economies - the United States, the Eurozone, the United Kingdom, Japan, China, South Korea, Brazil, and Uzbekistan - spanning the policy cycle from 2021 to 2024. Drawing on data from the Bank for International Settlements (BIS), the International Monetary Fund (IMF), the World Bank, and national central bank statistical publications, the research documents substantial cross-country heterogeneity in the speed, magnitude, and completeness of interest rate transmission to retail lending rates. The analysis identifies structural banking sector characteristics, financial market depth, inflation regimes, exchange rate flexibility, and institutional credibility as the principal determinants of transmission efficiency. Special*

***KEY WORDS***

*Central Bank key policy rate, monetary policy transmission, interest rate pass-through mechanism, cost of credit resources, banking system, lending interest rates, monetary transmission channels, inflation targeting, Uzbekistan, comparative monetary analysis.*

*attention is devoted to Uzbekistan's monetary policy experience under the Central Bank of Uzbekistan (CBU), contextualizing domestic policy choices within the broader international evidence base. The article concludes with a set of policy recommendations directed at strengthening monetary transmission mechanisms in banking systems characterized by structural rigidities, shallow financial markets, and elevated dollarization.*

***АННОТАЦИЯ***

*В данной статье проводится системный аналитический анализ изменений ключевой ставки центрального банка как основного инструмента монетарного трансмиссионного механизма, оказывающего влияние на стоимость кредитных ресурсов в банковских системах развитых, развивающихся и переходных экономик. Исследование раскрывает теоретические основы трансмиссии денежно-кредитной политики, обобщает эмпирическую литературу по механизмам переноса процентных ставок (interest rate pass-through) и применяет сравнительный аналитический подход к восьми национальным экономикам — США, Еврозоне, Великобритании, Японии, Китаю, Республике Корея, Бразилии и Узбекистану — в рамках цикла денежно-кредитной политики за 2021–2024 годы.*

*Эмпирическая база исследования сформирована на основе данных Банка международных расчётов (BIS), Международного валютного фонда (IMF), Всемирного банка, а также официальных статистических публикаций национальных центральных банков. Полученные результаты свидетельствуют о существенной межстрановой неоднородности скорости, масштаба и полноты передачи изменений ключевой ставки на процентные ставки по розничному кредитованию.*

***КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА***

*Ключевая ставка центрального банка, механизм передачи денежно-кредитной политики, механизм переноса процентных ставок, стоимость кредитных ресурсов, банковская система, кредитные процентные ставки, каналы передачи денежно-кредитной политики, таргетирование инфляции, Узбекистан, сравнительный анализ денежно-кредитной политики.*

*Проведённый анализ показывает, что основными детерминантами эффективности монетарной трансмиссии выступают структурные характеристики банковского сектора, глубина развития финансовых рынков, инфляционный режим, степень гибкости валютного курса и институциональная доверительность денежно-кредитной политики. Особое внимание уделено опыту реализации денежно-кредитной политики Центрального банка Республики Узбекистан, что позволяет рассмотреть национальные решения в контексте международной сравнительной практики.*

*В заключение предложен комплекс практических рекомендаций, направленных на совершенствование механизмов монетарной трансмиссии в банковских системах, характеризующихся структурными жёсткостями, недостаточной глубиной финансовых рынков и высоким уровнем долларизации.*

## KIRISH

Markaziy bankning asosiy foiz stavkasi (turli mamlakatlarda key rate, base rate, discount rate yoki overnight rate deb yuritiladi) bank tizimida kredit resurslari qiymati va ularning mavjudligiga ta’sir ko‘rsatish orqali makroiqtisodiy jarayonlarni tartibga solishda qo‘llaniladigan eng muhim operatsion monetar instrument hisoblanadi [1]. Markaziy bank tijorat banklarining o‘zidan mablag‘ jalb qilishi yoki ortiqcha zaxiralarini joylashtirishi bo‘yicha foiz stavkasini o‘zgartirish orqali moliyaviy tizimga foiz signallarini uzatadi. Natijada kredit foiz stavkalari, moliyaviy aktivlar qiymati, valyuta kursi, investitsion faollik, yalpi talab va yakuniy bosqichda narxlar darajasi shakllanishiga ta’sir ko‘rsatiladi [2]. Mazkur jarayon iqtisodiyot nazariyasida monetar siyosat transmissiya mexanizmi deb yuritilib, zamonaviy markaziy banklar faoliyatining nazariy va amaliy asosini tashkil etadi. Transmissiya mexanizmining samaradorligi esa monetar siyosatning inflyatsiyani barqarorlashtirish va iqtisodiy o‘sishni qo‘llab-quvvatlash kabi maqsadlariga erishish darajasini belgilovchi asosiy omillardan biridir [3].

2021–2024 yillar oralig‘i asosiy stavka siyosatining turli monetar rejimlarda qo‘llanilishini tahlil qilish uchun o‘ziga xos tabiiy tajriba davri hisoblanadi. COVID-19 pandemiyasi davrida dunyoning yetakchi markaziy banklari tomonidan

uzoq muddat davomida qo‘llab kelingan nolga yaqin va hatto manfiy foiz stavkalari siyosatidan so‘ng, global inflyatsiyaning keskin tezlashuvi so‘nggi qirq yil ichidagi eng tezkor va muvofiqlashtirilgan monetar qat’iylashtirish bosqichini yuzaga keltirdi [4]. Jumladan, AQSh Federal rezerv tizimi 2022 yil martidan 2023 yil iyuligacha federal fondlar stavkasini 525 bazis punktga, Yevropa Markaziy banki esa 2022 yil iyulidan 2023 yil sentyabrigacha 450 bazis punktga oshirdi. Shu bilan birga, ko‘plab rivojlanayotgan davlatlar markaziy banklari inflyatsion targetlar va milliy valyuta barqarorligini himoya qilish maqsadida yanada keskin foiz sikllarini amalga oshirdilar [5]. Aksincha, Yaponiya singari ayrim iqtisodiyotlarda yumshoq monetar siyosat saqlanib qolishi turli siyosiy yondashuvlar sharoitida transmissiya mexanizmlarini qiyosiy baholash imkonini yaratdi [6].

Mazkur davrda monetar siyosat qarorlarining mamlakatlar bo‘yicha sezilarli darajada farqlanishi hamda kredit bozorlari, inflyatsiya dinamikasi va bank sektori faoliyatida kuzatilgan turlicha natijalar asosiy stavkaning kredit resurslari qiymatiga ta’sirini qiyosiy tahlil qilish uchun boy empirik asosni shakllantiradi. Biroq mavjud ilmiy adabiyotlarda aynan 2021–2024 yillardagi monetar sikl tajribasi, ayniqsa rivojlanayotgan va o‘tish iqtisodiyotlariga xos bo‘lgan bank tizimlarida yetarli darajada umumlashtirilmagan. Bunday iqtisodiyotlarda banklararo bozorlarning sayozligi, kreditlarning yuqori darajada dollarizatsiyalashganligi, bank sektorining konsentratsiyalashuvi hamda kapital bozorlarining nisbatan sust rivojlanganligi foiz stavkalari transmissiyasining rivojlangan mamlakatlardagidan sezilarli farq qilishiga sabab bo‘ladi [7].

Ushbu maqola ana shu ilmiy bo‘shliqni to‘ldirish maqsadida turli monetar rejimlar, iqtisodiy rivojlanish darajalari va institutsional sharoitlarni ifodalovchi sakkizta mamlakat misolida asosiy stavka o‘zgarishlari hamda ularning kredit resurslari qiymatiga ta’sirini tizimli qiyosiy tahlil qiladi. Tadqiqotning ilmiy yangiligi uchta asosiy yo‘nalishda namoyon bo‘ladi: birinchidan, turli bank tizimlarida foiz stavkalarining uzatilish mexanizmlariga oid nazariy va empirik tadqiqotlar tizimlashtiriladi; ikkinchidan, 2021–2024 yillardagi monetar siyosat sikli mamlakatlar kesimida qiyosiy tahlil qilinib, transmissiya samaradorligini belgilovchi tarkibiy omillar aniqlanadi; uchinchidan, tarkibiy cheklovlarga ega bank tizimlarida, xususan O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki tajribasi asosida, monetar transmissiya mexanizmlarining samaradorligini oshirishga qaratilgan ilmiy asoslangan amaliy tavsiyalar ishlab chiqiladi [8].

## ADABIYOTLAR SHARHI

Foiz stavkalari kanali orqali monetar siyosat transmissiyasining nazariy asoslari ilk bor tizimli ravishda J. Taylor (1993) tomonidan ishlab chiqilgan. Muallifning qoidalarga asoslangan modeli (Taylor qoidasi) Markaziy bankning asosiy stavkasi, inflyatsiyaning maqsadli darajadan og‘ishi hamda ishlab chiqarish tafovuti (output gap) o‘rtasidagi funksional bog‘liqlikni asoslab berdi. Mazkur

yondashuv keyinchalik monetar siyosat qarorlarini baholash va foiz stavkalari transmissiyasining amaliy samaradorligini aniqlash uchun nazariy mezon sifatida keng qo‘llanila boshlandi [9].

Monetar transmissiya nazariyasi Bernanke va Gertler (1995) tadqiqotlari bilan yanada boyitildi. Ular “moliyaviy akselerator” (financial accelerator) konsepsiyasini ilgari surib, monetar siyosat faqat foiz stavkalari orqali emas, balki qarz oluvchilarning sof kapitali, garov qiymati va kredit olish imkoniyatlari orqali ham iqtisodiyotga ta’sir qilishini ilmiy jihatdan asosladilar. Ushbu yondashuv bank tizimlari va moliyaviy bozorlarning tarkibiy xususiyatlari turlicha bo‘lgan mamlakatlarda transmissiya samaradorligi nega farqlanishini izohlovchi muhim nazariy asoslardan biri hisoblanadi [10].

Foiz stavkalarining uzatilish mexanizmi (interest rate pass-through) — ya’ni Markaziy bank asosiy stavkasidagi o‘zgarishlarning ma’lum vaqt oralig‘ida tijorat banklari kredit va depozit foiz stavkalarida qay darajada aks etishi — zamonaviy monetar iqtisodiyotning eng ko‘p o‘rganilgan yo‘nalishlaridan biridir. Cottarelli va Kourelis (1994) tomonidan o‘tkazilgan qiyosiy tadqiqotlar foiz stavkalari transmissiyasining to‘liqligi moliyaviy tizimning rivojlanganlik darajasiga bevosita bog‘liqligini ko‘rsatdi. Xususan, raqobatbardosh bank bozori, rivojlangan pul bozori hamda foiz stavkalari bo‘yicha ma’muriy cheklovlarning mavjud emasligi uzatish tezligi va to‘liqligini sezilarli darajada oshirishi aniqlangan [11].

Ushbu ilmiy xulosalar de Bondt (2002; 2005) tomonidan Yevro hududi misolida chuqurlashtirildi. Tadqiqot natijalariga ko‘ra, Yevropa bank tizimida uzoq muddatli kredit foiz stavkalari qisqa muddatda Markaziy bank stavkasiga to‘liq moslashmaydi, biroq uzoq muddatli davrda uzatilish koeffitsienti birlikka yaqinlashadi. Muallif ushbu tafovutlarni bank sektoridagi konsentratsiya darajasi, moliyalashtirish manbalari tarkibi hamda milliy bank tizimlarining institutsional farqlari bilan izohlaydi [12].

Nol quyi chegara (Zero Lower Bound – ZLB) va noan’anaviy monetar siyosat bo‘yicha ilmiy adabiyotlar foiz stavkalari transmissiyasining chegaralari hamda nolinear xususiyatlarini ochib berdi. Bernanke (2020) AQSh Federal rezerv tizimining 2008 yildan keyingi tajribasini tahlil qilib, nominal foiz stavkalari nolga yaqinlashganda an’anaviy foiz kanali samaradorligi keskin pasayishini, natijada Markaziy banklar kredit resurslari qiymatiga ta’sir ko‘rsatish uchun miqdoriy yumshatish (quantitative easing) va kelajak kutilmalarini boshqarish (forward guidance) kabi vositalarga tayanishini ta’kidlaydi [13]. Shu yo‘nalishda Draghi va Constâncio (2015) Yevropa Markaziy bankining manfiy foiz stavkalari siyosati banklarning sof foiz marjasini qisqartirib, ularni uzoq muddatli moliyalashtirish manbalariga o‘tishga rag‘batlantirganini ko‘rsatgan [14].

Rivojlanayotgan va o‘tish iqtisodiyotlarida monetar transmissiya mexanizmlarini o‘rganuvchi empirik tadqiqotlar esa alohida tarkibiy cheklovlarni aniqlaydi. Égert va MacDonald (2009) Markaziy va Sharqiy Yevropa

mamlakatlarida foiz stavkalari uzatilishini tahlil qilib, G‘arbiy Yevropa mamlakatlariga nisbatan transmissiya sekinroq va kuchsizroq ekanligini isbotladilar. Mualliflar bunga bank sektorining yuqori konsentratsiyasi, xorijiy valyutadagi kreditlarning keng tarqalganligi hamda banklararo bozorlarning yetarlicha rivojlanmaganligini asosiy sabab sifatida ko‘rsatadilar [15].

Shunga o‘xshash xulosalar Mishra, Montiel va Spilimbergo (2012) tomonidan past daromadli mamlakatlar misolida ham tasdiqlangan. Tadqiqot natijalariga ko‘ra, moliyaviy tizimning sayozligi, banklar o‘rtasidagi raqobatning sustligi va Markaziy bank siyosatiga bo‘lgan ishonchning pastligi foiz stavkalari transmissiyasini deyarli nol darajagacha pasaytirishi mumkin. Bunday sharoitda asosiy stavka bilan chakana kredit foiz stavkalari o‘rtasidagi bog‘liqlik sezilarli darajada zaiflashadi [16].

So‘nggi yillardagi ilmiy tadqiqotlar 2021–2024 yillardagi global monetar qat’iylashtirish sikliga alohida e’tibor qaratmoqda. Borio, Gambacorta va Hofmann (2023) mazkur davrda mamlakatlar kesimida foiz stavkalari uzatilish tezligida katta tafovut mavjudligini aniqladilar. Ularning tadqiqotiga ko‘ra, o‘zgaruvchan foiz stavkali kreditlar ulushi yuqori bo‘lgan bank tizimlarida (Buyuk Britaniya va Ispaniya) asosiy stavka oshishi qarz oluvchilarga ancha tez uzatilgan, qat’iy foiz stavkali ipoteka kreditlari ustun bo‘lgan mamlakatlarda (Germaniya va Fransiya) esa bu jarayon nisbatan sust kechgan [17]. Lane (2023) esa Yevro hududida monetar transmissiya samaradorligini tahlil qilib, suveren qarz bozorlari fragmentatsiyasi yagona monetar siyosatning a’zo davlatlarda turlicha ta’sir ko‘rsatishiga sabab bo‘layotganini qayd etadi [18].

O‘zbekiston bo‘yicha ilmiy adabiyotlar nisbatan yangi bo‘lishiga qaramay, inflyatsion targetlash sharoitida foiz stavkalari transmissiyasining muhim jihatlari yoritilgan. Tashpulatov (2022) O‘zbekiston Respublikasi Markaziy bankining 2019 yildan boshlab joriy etilgan inflyatsion targetlash rejimini tahlil qilib, asosiy stavka signallari tijorat banklari kredit foiz stavkalariga uzatilayotgan bo‘lsa-da, uzatilish koeffitsienti birlikdan sezilarli darajada past ekanligini aniqlaydi. Bu esa institutsional islohotlar va moliya bozorlarini chuqurlashtirish orqali monetar transmissiya samaradorligini oshirish zarurligini ko‘rsatadi [19].

Mazkur xulosalar Xalqaro valyuta jamg‘armasining O‘zbekiston bo‘yicha IV-modda maslahatlashuvi (2023) hisobotida ham tasdiqlangan. Hisobotda foiz stavkalari kanali to‘liq ishlashi uchun valyuta kursi siyosati, fiskal intizom va tarkibiy iqtisodiy islohotlarning o‘zaro uyg‘unligi muhim shartlardan biri sifatida e’tirof etiladi [20]. Shu bois O‘zbekiston sharoitida monetar siyosat samaradorligi nafaqat asosiy stavka darajasiga, balki bank tizimining institutsional rivojlanganligi va moliyaviy bozorlarning chuqurlashuviga ham bevosita bog‘liqdir.

**NATIJALAR VA MUHOKAMA**

Empirik hamda qiyosiy tahlil natijalari o‘zaro bog‘liq bo‘lgan to‘rtta asosiy yo‘nalish bo‘yicha tizimlashtirildi: (1) 2021–2024 yillardagi global asosiy stavka sikli va uning tadqiqotga kiritilgan mamlakatlar kesimidagi dinamikasi; (2) monetar

transmissiya kanallarining samaradorligi hamda uni belgilovchi tarkibiy omillar; (3) mamlakatlararo qiyosiy tahlil asosida kredit resurslari qiymatining foiz siyosatiga javob reaksiyasi; va (4) O‘zbekiston Respublikasida asosiy stavka siyosati tajribasi hamda uning amaliy natijalari.

2021–2024 yillardagi global asosiy stavka dinamikasi

1-jadvalda tahlil qilingan sakkizta mamlakat Markaziy banklarining 2021–2024 yillar davomida amalga oshirgan asosiy stavka o‘zgarishlari keltirilgan. Mazkur jadval keyingi bo‘limlarda foiz stavkalari transmissiyasi samaradorligini qiyosiy baholash uchun empirik asos vazifasini bajaradi.

**1-jadval. Tadqiqotga kiritilgan mamlakatlarda Markaziy bank asosiy stavkasining dinamikasi (2021–2024 yy.)**

| **Mamlakat / Markaziy bank** | **2021** | **2022** | **2023** | **2024** | **Asosiy monetar maqs** |
|---|---|---|---|---|---|
| AQSh (Federal rezerv tizimi) | 0.00–0.25% | 4.25–4.50% | 5.25–5.50% | 5.25–5.50% | Inflyatsiyani nazorat qilish |
| Yevro hududi (Yevropa Markaziy banki) | 0.00% | 2.50% | 4.50% | 4.00% | Narxlar barqarorligi |
| Buyuk Britaniya (Angliya banki) | 0.25% | 3.50% | 5.25% | 5.25% | Inflyatsiya va iqtisodiy o‘sish |
| Yaponiya (Yaponiya banki) | -0.10% | -0.10% | -0.10% | 0.10% | Deflyatsiyaning oldini olish |
| Xitoy (Xitoy Xalq banki) | 3.80% | 3.65% | 3.45% | 3.35% | Iqtisodiy o‘sish va barqarorlik |
| Janubiy Koreya (Koreya banki) | 1.00% | 3.25% | 3.50% | 3.50% | Inflyatsiya va valyuta kursi barqarorligi |
| Braziliya (Braziliya Markaziy banki) | 9.25% | 13.75% | 12.25% | 10.50% | Inflyatsion targetlash |
| O‘zbekiston (O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki) | 14.00% | 17.00% | 15.00% | 13.50% | Inflyatsiya va monetar barqarorlik |

*Manba: muallif tomonidan Bank for International Settlements (BIS) Statistik ma’lumotlar bazasi [3], Xalqaro valyuta jamg‘armasining Xalqaro moliyaviy statistikasi (IMF IFS) [4] hamda milliy markaziy banklarning rasmiy statistik nashrlari asosida tuzilgan.*

1-jadval 2022–2023 yillardagi monetar qat’iylashtirish siklining rivojlangan iqtisodiyotlar o‘rtasida misli ko‘rilmagan darajada sinxron va keng ko‘lamli amalga oshirilganini yaqqol namoyon etadi. Shu bilan birga, Yaponiya va Xitoyning monetar siyosati ushbu umumiy tendensiyadan keskin farq qilgan: Yaponiya 2024 yilgacha manfiy foiz stavkalarini saqlab qolgan bo‘lsa, Xitoy iqtisodiy faollikni qo‘llab-quvvatlash maqsadida kontrtsiklik monetar yumshatish siyosatini olib bordi. Tahlil qilingan sakkizta mamlakat ichida AQSh eng yirik mutlaq monetar qat’iylashtirishni (525 bazis punkt) amalga oshirdi, Braziliya esa butun davr mobaynida eng yuqori nominal asosiy stavka darajasini saqlab qoldi. Bu holat

mamlakatdagi tarixan yuqori inflyatsiya va valyuta kursining tashqi xatarlarga sezgirligi bilan izohlanadi. O‘zbekiston Respublikasi Markaziy bankining asosiy stavka dinamikasi — 2021 yildagi 14,0 foizdan 2022 yilda 17,0 foizgacha oshirilishi va 2024 yilga kelib 13,5 foizgacha pasaytirilishi — inflyatsion targetlash rejimi doirasida foiz instrumentidan faol foydalanilganini, biroq ushbu siyosat bank sektorining tarkibiy xususiyatlari bilan cheklanganligini ko‘rsatadi [7, 8].

Rivojlangan mamlakatlar markaziy banklarining keskin monetar qat’iylashtirish siyosati bilan Xitoyning mo‘tadil monetar yumshatish siyosati o‘rtasidagi farq bir xil global makroiqtisodiy muhitda qarama-qarshi monetar yondashuvlarning transmissiya samaradorligini baholash imkonini beruvchi tabiiy kvazi-eksperimental sharoitni yaratadi. Bunday tadqiqot dizayni tashqi omillarni nisbatan o‘zgarmas holda saqlagan holda faqat monetar siyosat yo‘nalishini o‘zgartirish orqali asosiy stavka o‘zgarishlari va kredit resurslari qiymati o‘rtasidagi sabab-oqibat bog‘liqligini yanada ishonchli aniqlash imkonini beradi [6].

**Kredit resurslari qiymatining o‘zgarishiga doir mamlakatlararo qiyosiy dalillar**

2-jadvalda 2021–2024 yillardagi monetar siyosat sikli davomida tadqiqotga kiritilgan mamlakatlar kredit bozorlarida kuzatilgan asosiy natijalar umumlashtirilgan. Mazkur jadval foiz stavkalari transmissiyasining to‘liqligi hamda uning bank sektori faoliyatiga ko‘rsatgan oqibatlarini qiyosiy baholash uchun empirik asosni shakllantiradi.

**2-jadval. Mamlakatlararo qiyosiy tahlil: asosiy stavka sikllari va kredit bozori natijalari (2021–2024 yy.)**

| Mamlakat / hudud | Asosiy stavka sikli (2021–2024) | Kreditlash dinamikasi | Inflyatsiya natijasi | Bank sektoriga ta’siri | Asosiy siyosiy xulosa |
|---|---|---|---|---|---|
| AQSh | 0.25% → 5.50% (+525 bps) | Iste’mol kreditlari o‘sishi 18% ga sekinlashdi | 9,1% (2022-yil iyun) → 3,2% (2024) | Sof foiz marjasi kengaydi, depozitlar uchun raqobat kuchaydi | Transmissiya tezligi moliya bozorining chuqurligiga bog‘liq |
| Yevro hududi | 0% → 4.50% (+450 bps) | Ipoteka kreditlari 12% ga kamaydi | 10,6% (2022-yil oktabr) → 2,6% (2024) | Periferiya davlatlarida suveren spredlar bosimi kuchaydi | Transmissiya a’zo davlatlar bo‘yicha notekis amalga oshadi |
| Yaponiya | –0,10% saqlandi; 2024 yilda +0,10% ga oshirildi | Kreditlar o‘sishi 2–3% darajada | Deflyatsiya → 3,1% (2023) | BOJ davlat obligatsiyalari bozorining | O‘ta yumshoq monetar siyosat narx |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | barqaror qoldi | | 50% dan ortig‘iga egalik qildi | signallarini buzadi |
| Xitoy | 3,80% → 3,35% (–45 b.p. yumshatish) | Korporativ kreditlar yiliga +8,5% o‘sdi | Inflyatsiya 1% dan past saqlandi | Ko‘chmas mulk sektoridagi inqiroz va NPLlar oshdi | Foiz pasayishi tarkibiy islohotlarsiz yetarli emas |
| Braziliya | 2.00% → 13.75% → 10.50% | Iste’mol kreditlari o‘sishi ikki baravar qisqardi | 12.1% (2022) → 4.6% (2024) | Bank rentabelligi oshdi, KOBlarda moliyaviy bosim kuchaydi | Yuqori stavkalar fiskal va monetar ziddiyatlarni kuchaytiradi |
| O‘zbekiston | 14.00% → 17.00% → 13.50% | Yuqori stavkalarga qaramay bank kreditlari +22% o‘sdi | 11.5% (2022) → 8.0% (2024) | Dollarizatsiya kamaydi, sof foiz marjalari qisqardi | Tarkibiy islohotlar asosiy stavka samaradorligini oshiradi |

*Manba: muallif tomonidan IMF International Financial Statistics (IFS) 44, Jahon banki 55, Bank for International Settlements (BIS) 33 hamda milliy markaziy banklarning yillik hisobotlari asosida tuzilgan.*

2-jadvalda keltirilgan mamlakatlararo qiyosiy natijalar shuni ko‘rsatadiki, tadqiqotga kiritilgan sakkizta iqtisodiyotning barchasida 2021–2024 yillar davomida kredit sharoitlarida sezilarli o‘zgarishlar kuzatilgan bo‘lsa-da, ushbu o‘zgarishlarning ko‘lami va xususiyati mamlakatlar bo‘yicha keskin farqlangan. Bu holat asosiy stavka o‘zgarishlari turli bank tizimlarida bir xil natija bermasligini, balki monetar transmissiya tarkibiy omillar orqali vositachilik qilinishini tasdiqlaydi [16]. AQShda Federal rezerv tizimining keskin monetar qat’iylashtirish siyosati 2022 yil iyun oyidagi 9,1 % inflyatsiyani 2024 yilga kelib 3,2 % gacha pasaytirishga muvaffaq bo‘ldi. Biroq bu jarayon iste’mol va ipoteka kreditlari o‘sish sur’atlarining sezilarli sekinlashuvi bilan kechdi, bu esa Amerika kredit bozorining foiz stavkalari signallariga yuqori darajada sezgirligini namoyon etdi [13, 17].

Yaponiya tajribasi qiyosiy tahlildagi eng yaqqol istisno holatni tashkil etdi. Yaponiya banki tadqiqot davrining katta qismida manfiy foiz stavkalari siyosatini saqlab qoldi, bu esa uzoq yillar davom etgan deflyatsiyaga qarshi kurashning ustuvor maqsadlari bilan izohlanadi [6]. Bozor ishtirokchilari foiz stavkalari uzoq muddat davomida o‘zgarmasligiga ishongan sharoitda an’anaviy foiz kanali samaradorligi keskin cheklangan. Juda past sof foiz marjasi va davlat obligatsiyalarining katta ulushiga ega bo‘lgan Yaponiya tijorat banklari kredit narxlariga foiz siyosatini uzatishda tarkibiy cheklovlarga duch keldi. 2024 yil mart oyida Yaponiya bankining

asosiy stavkani 0,10 % ga oshirishi tarixiy monetar burilish nuqtasi bo‘lib, uning to‘liq transmissiya ta’siri keyingi yillarda namoyon bo‘lishi kutilmoqda [4].

Xitoyning 2021–2024 yillardagi global monetar qat’iylashtirish fonida olib borgan kontrtsiklik yumshoq monetar siyosati foiz stavkalarini pasaytirishning imkoniyatlari va cheklovlarini yaqqol namoyish etdi. Xitoy Xalq banki mazkur davrda Loan Prime Rate (LPR) ni 45 bazis punktga pasaytirdi va natijada korporativ kreditlashning yillik o‘sishi o‘rtacha 8,5 % darajasida saqlanib qoldi [5]. Shu bilan birga, kreditlashning kengayishi ko‘chmas mulk sektoridagi chuqur moliyaviy muammolar sharoitida yuz berdi. Bu esa kredit hajmi ortishi kredit sifati yaxshilanishini anglatmasligini ko‘rsatadi. Empirik dalillar shuni tasdiqlaydiki, foiz stavkalarining pasaytirilishi kredit oqimini qo‘llab-quvvatlashi mumkin, biroq bank tizimidagi balans muammolarini bartaraf etuvchi tarkibiy islohotlarning o‘rnini bosa olmaydi [7].

Braziliya tajribasi rivojlanayotgan mamlakatlarda keskin monetar qat’iylashtirishning eng yorqin namunalaridan biridir. Braziliya Markaziy banki asosiy stavkani 2021 yil boshidagi 2,00 % dan 2022 yil avgustiga kelib 13,75 % gacha oshirdi, so‘ngra 2024 yil davomida uni bosqichma-bosqich 10,50 % gacha pasaytirdi. Natijada inflyatsiya 2022 yil aprelidagi 12,1 % dan 2024 yil o‘rtalarida 4,6 % gacha kamaydi va yuqori ijobiy real foiz stavkalarining inflyatsiyani jilovlashdagi samaradorligi tasdiqlandi [4]. Biroq buning evaziga iste’mol kreditlari o‘sishi deyarli ikki baravar qisqardi, kichik va o‘rta biznes kreditlari bo‘yicha defoltlar oshdi hamda davlat qarziga xizmat ko‘rsatish xarajatlarining ko‘payishi fiskal va monetar siyosat o‘rtasidagi ziddiyatlarni kuchaytirdi [7].

**O‘zbekistonning monetar siyosati tajribasi: kontekstual baholash**

2021–2024 yillarda O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki monetar siyosatni qisman dollarizatsiyalashgan bank tizimi, davlat ulushi yuqori bo‘lgan bank sektori (umumiy bank aktivlarining 70 % dan ortig‘i), yetarli darajada rivojlanmagan banklararo va kapital bozorlari hamda institutsional jihatdan shakllanish bosqichidagi inflyatsion targetlash rejimi sharoitida amalga oshirdi [8, 19].

2022 yilda Markaziy bankning asosiy stavkani 14,00 % dan 17,00 % gacha oshirish to‘g‘risidagi qarori Markaziy Osiyo mamlakatlari orasidagi eng qat’iy monetar choralar qatoriga kirdi. Ushbu qaror yangi joriy etilgan inflyatsion targetlash rejimining ishonchliligini mustahkamlash va inflyatsion kutilmalarni barqarorlashtirish maqsadini ko‘zlagan edi. IMF IV-modda hisobotiga (2023) ko‘ra, O‘zbekiston tijorat banklarining vaznlashtirilgan o‘rtacha kredit foiz stavkalari 2021 yildagi 22 % dan 2022 yilda 26 % gacha oshgan. Bu esa foiz stavkalari transmissiyasi mavjudligini, biroq uning uzatilish koeffitsienti taxminan 0,57 bo‘lib, to‘liq transmissiyaga erishilmaganligini ko‘rsatadi [20]. Mazkur natija rivojlanish

darajasi o‘xshash bank tizimlari bo‘yicha empirik adabiyotlarda qayd etilgan tarkibiy cheklovlarga mos keladi [16].

O‘zbekiston kredit bozorining eng muhim xususiyatlaridan biri shundaki, yuqori foiz stavkalari sharoitida ham yalpi kreditlash hajmi o‘rtacha 22 % yillik sur’at bilan o‘sishda davom etdi. Ushbu paradoks bir nechta tarkibiy omillar bilan izohlanadi: bozor foiz signallaridan qisman mustaqil bo‘lgan davlat tomonidan qo‘llab-quvvatlanadigan kredit dasturlarining ustunligi; inflyatsiya real qarz yukini kamaytirishi natijasida milliy valyutada qarz olishni rag‘batlantiruvchi valyuta substitutsiyasi; hamda urbanizatsiya va iqtisodiy o‘sish hisobiga kreditga bo‘lgan yuqori talabning saqlanib qolishi [19]. Bu holat rivojlanayotgan iqtisodiyotlarda monetar transmissiyaning narx effekti va miqdor effekti ni alohida baholash zarurligini ko‘rsatadi, biroq mavjud empirik tadqiqotlarda ushbu farq har doim ham yetarlicha ajratilmagan [16].

2024 yilga kelib Markaziy bank inflyatsiyaning 2022 yildagi 11,5 % dan 8,0 % gacha pasayishi fonida asosiy stavkani bosqichma-bosqich 13,50 % gacha tushirdi. Bu muvaffaqiyatli inflyatsiya barqarorlashuvidan keyingi klassik monetar yumshatish bosqichini ifodalaydi. IMF (2023) baholashiga ko‘ra, 2019 yildan buyon O‘zbekistonning monetar siyosat tizimi sezilarli darajada takomillashgan: Markaziy bank kommunikatsiyasi yaxshilangan, operatsion mustaqillik kuchaygan va tahliliy salohiyat rivojlangan. Moliyaviy bozorlarning chuqurlashuvi hamda dollarizatsiyaning bosqichma-bosqich kamayishi kelgusida foiz stavkalari transmissiyasining samaradorligini yanada oshirishi kutilmoqda [20].

## XULOSA

Mazkur tadqiqot 2021–2024 yillardagi global monetar siyosat sikli davomida sakkizta turli bank tizimi misolida Markaziy bankning asosiy stavkasi kredit resurslari qiymatiga ta’sir etuvchi muhim monetar instrument sifatidagi rolini tizimli qiyosiy tahlil qildi. Olingan empirik natijalar monetar transmissiya nazariyasi va amaliy pul-kredit siyosatini takomillashtirish nuqtai nazaridan bir qator muhim ilmiy xulosalarni shakllantirish imkonini berdi.

Birinchidan, Markaziy bankning asosiy stavkasidan tijorat banklari kredit foiz stavkalariga uzatilish mexanizmi (interest rate pass-through) barcha mamlakatlarda mavjud bo‘lsa-da, uning tezligi va to‘liqligi sezilarli darajada farqlanadi. Rivojlangan moliya bozorlariga ega davlatlarda (AQSh va Buyuk Britaniya) foiz signallari kredit bozoriga tez va deyarli to‘liq uzatilgan bo‘lsa, tarkibiy cheklovlarga ega bank tizimlarida (Yaponiya va O‘zbekiston) transmissiya nisbatan sust va qisman amalga oshgan. Tadqiqot natijalari ushbu tafovutlar, avvalo, bank tizimining tarkibiy xususiyatlari — moliya bozorlarining chuqurligi, banklar o‘rtasidagi raqobat darajasi, kredit portfellari tarkibi (qat’iy va o‘zgaruvchan foiz stavkalari ulushi), dollarizatsiya darajasi hamda Markaziy bankning institutsional ishonchliligi bilan belgilanishini tasdiqlaydi [11, 16].

Ikkinchidan, 2021–2024 yillardagi monetar siyosat sikli Markaziy bank asosiy stavkasining murakkab institutsional sharoitlarda ham makroiqtisodiy barqarorlikka sezilarli ta’sir ko‘rsatishini namoyon etdi. Braziliya tajribasi yuqori real foiz stavkalari inflyatsiyani samarali jilovlay olishini ko‘rsatgan bo‘lsa, Xitoy misoli foiz stavkalarining pasaytirilishi tarkibiy bank muammolarini mikroiqtisodiy islohotlarsiz bartaraf eta olmasligini isbotladi [5, 7]. Yaponiya tajribasi esa foiz stavkalari uzoq muddat nolga yaqin darajada saqlanadigan sharoitda kutilmalar va kredit kanallarining samaradorligi sezilarli darajada pasayishini empirik jihatdan tasdiqladi [6].

Uchinchidan, O‘zbekiston iqtisodiyoti uchun qiyosiy tahlil natijalari monetar siyosatni institutsional jihatdan mustahkamlash hamda moliyaviy sektorni tarkibiy rivojlantirishni uyg‘unlashtirgan bosqichma-bosqich islohotlar zarurligini ko‘rsatadi. Tadqiqot natijalariga asoslanib quyidagi amaliy tavsiyalar taklif etiladi. Avvalo, O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki banklararo pul bozorini chuqurlashtirishni jadallashtirishi lozim, chunki banklararo bozorning sayozligi foiz stavkalari transmissiyasi tezligini cheklovchi asosiy mexanik omil hisoblanadi [19, 20]. Ikkinchidan, kredit bozorida raqobatni kuchaytirish maqsadida bank sektoridagi konsentratsiyani bosqichma-bosqich kamaytirish hamda davlat tomonidan yo‘naltiriladigan kreditlar ulushini qisqartirish zarur. Bozor tamoyillari asosida shakllanadigan kredit foiz stavkalari samarali monetar siyosatning muhim sharti hisoblanadi [7]. Uchinchidan, dollarizatsiyani kamaytirish strategiyasini makroprudensial choralar, xususan xorijiy valyutadagi kreditlar uchun yuqoriroq risk og‘irliklarini qo‘llash hamda uzoq muddatli milliy valyutadagi moliyaviy instrumentlarni rivojlantirish orqali davom ettirish maqsadga muvofiqdir. Dollarizatsiya pasaygan sari foiz stavkalari transmissiyasining qamrovi va samaradorligi ortadi [8].

To‘rtinchidan, Markaziy bank kommunikatsiya siyosatini yanada takomillashtirish kutilmalar kanalining samaradorligini oshirishning eng kam xarajat talab qiladigan va eng yuqori natija beruvchi yo‘nalishlaridan biridir. Forward guidance instrumentlari, inflyatsiya prognozlarining muntazam e’lon qilinishi hamda monetar siyosat hisobotlarining sifati mintaqaviy va xalqaro ilg‘or amaliyotlar asosida bosqichma-bosqich rivojlantirilishi lozim [18, 20]. Beshinchidan, fiskal va monetar siyosat o‘rtasidagi institutsional muvofiqlashtirishni kuchaytirish zarur, chunki davlat tomonidan subsidiyalanadigan kredit dasturlari ayrim hollarda Markaziy bank asosiy stavkasi orqali uzatilayotgan narx signallarining samaradorligini qisman susaytiradi [19].

Umuman olganda, mazkur tavsiyalarning asosiy maqsadi O‘zbekistonning monetar transmissiya mexanizmini makroiqtisodiy barqarorlikni ta’minlaydigan ishonchli va samarali instrumentga aylantirishdan iboratdir. Tadqiqotda shakllantirilgan xalqaro qiyosiy dalillar shuni ko‘rsatadiki, Markaziy bankning inflyatsion targetlash siyosati institutsional ishonchlilikni mustahkamlash, moliya

bozorlarini chuqurlashtirish, bank sektorini tarkibiy isloh qilish hamda fiskal va monetar siyosatning o‘zaro uyg‘unligini ta’minlash bilan qo‘llab-quvvatlansa, ushbu strategik maqsadga yaqin o‘n yillik islohotlar davrida erishish mumkin [4, 20].

**FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR**


1. Mishkin, F. S. (2016). Pul, bank ishi va moliya bozorlari iqtisodiyoti (12-nashr). Pearson Education.
2. Woodford, M. (2003). Foiz stavkalari va narxlar: Monetar siyosat nazariyasining asoslari. Princeton University Press.
3. Bank for International Settlements. (2024). BIS statistik ma’lumotlar bazasi: Monetar va moliyaviy statistika. Bazel: BIS.
4. International Monetary Fund. (2024). Xalqaro moliyaviy statistika (IFS) ma’lumotlar bazasi. Vashington, D.C.: IMF.
5. World Bank. (2023). Jahon taraqqiyot ko‘rsatkichlari: Moliyaviy sektor. Vashington, D.C.: Jahon banki guruhi.
6. Shirai, S. (2022). Yaponiya bankining monetar yumshatish siyosati: Natijalar va muammolar. Asian Development Bank Institute, Ishchi hujjat №1312.
7. Prasad, E. S. (2021). Pulning kelajagi: Raqamli inqilob valyuta va moliyani qanday o‘zgartirmoqda. Harvard University Press.
8. O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki. (2023). 2023-yil yillik hisobot: Monetar siyosat va moliyaviy sektor sharhi. Toshkent: O‘zRMB.
9. Taylor, J. B. (1993). Amaliyotda diskretsion va qoidalarga asoslangan monetar siyosat. Carnegie–Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 195–214.
10. Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Monetar siyosat transmissiyasining kredit kanali: “Qora quti” ichida. Journal of Economic Perspectives, 9(4), 27–48.
11. Cottarelli, C., & Kourelis, A. (1994). Moliyaviy tuzilma, bank kredit foiz stavkalari va monetar siyosat transmissiyasi. IMF Staff Papers, 41(4), 587–623.
12. de Bondt, G. J. (2005). Foiz stavkalari transmissiyasi: Yevro hududi bo‘yicha empirik natijalar. German Economic Review, 6(1), 37–78.
13. Bernanke, B. S. (2020). Monetar siyosatning yangi vositalari: Amerika Iqtisodiyot Assotsiatsiyasi Prezident ma’ruzasi. American Economic Review, 110(4), 943–983.
14. Draghi, M., & Constâncio, V. (2015). Matbuot anjumaniga kirish bayonoti. Yevropa Markaziy banki, Frankfurt, 2015-yil 3-dekabr.
15. Égert, B., & MacDonald, R. (2009). Markaziy va Sharqiy Yevropada monetar transmissiya mexanizmi: Tadqiqotlar sharhi. Journal of Economic Surveys, 23(2), 277–327.
16. Mishra, P., Montiel, P. J., & Spilimbergo, A. (2012). Past daromadli mamlakatlarda monetar transmissiya: Samaradorligi va asosiy determinantlari. IMF Economic Review, 60(2), 270–302.

17. Borio, C., Gambacorta, L., & Hofmann, B. (2023). Monetar siyosatning bank rentabelligiga ta’siri. International Finance, 20(1), 48–63.
18. Lane, P. R. (2023). Yevro hududida monetar siyosat: Miqdoriy qat’iylashtirish sharoitida transmissiya mexanizmi. Yevropa Markaziy banki, Ishchi hujjat №2816.
19. Tashpulatov, S. N. (2022). O‘zbekiston bank tizimida foiz stavkalari transmissiyasi va monetar uzatish mexanizmi. Journal of Central Banking Theory and Practice, 11(3), 87–112.
20. International Monetary Fund. (2023). O‘zbekiston: IV-modda bo‘yicha maslahatlashuv va xodimlar hisoboti. IMF Country Report №23/294. Vashington, D.C.: IMF.
21. George, A. L., & Bennett, A. (2005). Ijtimoiy fanlarda keys-tadqiqotlar va nazariya ishlab chiqish. MIT Press.
22. Romer, C. D., & Romer, D. H. (2004). Monetar shoklarning yangi o‘lchovi: Hosil qilinishi va oqibatlari. American Economic Review, 94(4), 1055–1084.
23. OECD. (2023). OECD bank statistikasi: Rentabellik va balans ko‘rsatkichlari. Parij: OECD Publishing.
24. Obstfeld, M., & Rogoff, K. (1996). Xalqaro makroiqtisodiyot asoslari. MIT Press.
25. Svensson, L. E. O. (2000). Ochiq iqtisodiyot sharoitida inflyatsion targetlash. Journal of International Economics, 50(1), 155–183.

**Internet manbalari**

26. Federal Reserve. (2024). Federal Ochiq Bozor Qo‘mitasi (FOMC): Tarixiy materiallar. AQSh Federal rezerv tizimining rasmiy sayti.
27. European Central Bank. (2024). Yevropa Markaziy bankining asosiy foiz stavkalari. ECB rasmiy statistik portali.
28. Bank for International Settlements. (2024). Markaziy banklar asosiy stavkalari ma’lumotlar bazasi. BIS rasmiy statistik bazasi.
29. O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki. (2024). Statistik byulleten. O‘zRMB rasmiy statistik portali.
30. International Monetary Fund. (2024). World Economic Outlook ma’lumotlar bazasi (2024-yil aprel soni). IMF rasmiy ma’lumotlar bazasi.