

**TASHKENT INTERNATIONAL UNIVERSITY
HUZURIDAGI ILMIY DARAJALAR BERUVCHI
DSc 22/29.12.2023.I.175.01 RAQAMLI ILMIY KENGASH**

RENESSANS TA'LIM UNIVERSITETI

ABSALAMOV AKRAM TOLLIBOYEVICH

**MONETAR SIYOSAT TRANSMISSION MEXANIZMINI
TAKOMILLASHTIRISH**

08.00.07 – Moliya, pul muomalasi va kredit

**Iqtisodiyot fanlari doktori (DSc) dissertatsiyasi
AVTOREFERATI**

Toshkent shahri – 2024 yil

Fan doktori (DSc) dissertatsiyasi avtoreferati mundarijasi

Оглавление автореферата докторской (DSc) диссертации

Content of the Doctoral (DSc) dissertation abstract

Absalamov Akram Tolliboyevich

Monetar siyosat transmission mexanizmini takomillashtirish 3

Абсаламов Акрам Толлибоевич

Совершенствование механизма трансмиссии монетарной политики 35

Absalamov Akram Tolliboevich

Improving the monetary policy transmission mechanism 69

E‘lon qilingan ishlar ro‘uxati

Список опубликованных работ

List of published works 74

**TASHKENT INTERNATIONAL UNIVERSITY
HUZURIDAGI ILMIY DARAJALAR BERUVCHI
DSc 22/29.12.2023.I.175.01 RAQAMLI ILMIY KENGASH**

RENESSANS TA'LIM UNIVERSITETI

ABSALAMOV AKRAM TOLLIBOYEVICH

**MONETAR SIYOSAT TRANSMISSION MEXANIZMINI
TAKOMILLASHTIRISH**

08.00.07 – Moliya, pul muomalasi va kredit

**Iqtisodiyot fanlari doktori (DSc) dissertatsiyasi
AVTOREFERATI**

Toshkent shahri – 2024 yil

Iqtisodiyot fanlari doktori (Dsc) dissertatsiyasi mavzusi O'zbekiston Respublikasi Oliy ta'lim, fan va innovatsiyalar vazirligi huzuridagi Oliy attestatsiya komissiyasida B2024.4.DSc/Iqt780 raqam bilan ro'yxatga olingan.

Dissertatsiya ishi Renessans ta'lim universitetida bajarilgan.
Dissertatsiya avtoreferati uch tilda (o'zbek, rus, ingliz (rezyume)) ilmiy kengash veb-sahifasi (www.tiu.uz) va «ZiyoNet» axborot-ta'lim portaliga (www.ziynet.uz) joylashtirilgan.

Ilmiy maslahatchi:	Jumayev Nodir Xosiyatovich iqtisodiyot fanlari doktori, professor
Rasmiy opponentlar:	Berdiyarov Baxriddin Tavasharovich iqtisodiyot fanlari doktori, professor Mirzayev Farhod Isamovich iqtisodiyot fanlari doktori, professor Raxmatov Xasan Utkirovich iqtisodiyot fanlari doktori
Yetakchi tashkilot:	Trustbank XAB

Dissertatsiya himoyasi Tashkent International University huzuridagi DSc.22/29.12.2023.L175.01 raqamli ilmiy kengashning 2024-yil "30" 11 kuni soat 10⁰⁰ da majlisida bo'lib o'tadi. Manzil: 100114, Toshkent shahri, Kichik xalqa yo'liko'chasi, 7-uy. Tel.: (99895) 131-55-55; faks: (99895) 131-55-55; e-mail: info@tiu.uz

Dissertatsiya bilan Tashkent International Universityning Axborot-resurs markazida tanishish mumkin (15 raqami bilan ro'yxatga olingan). Manzil: 100114, Toshkent shahri, Kichik xalqa yo'liko'chasi, 7. Tel.: (99895) 131-55-55; faks: (99895) 131-55-55; e-mail: info@tiu.uz

Dissertatsiya avtoreferati 2024 yil "16" 11 kuni tarqatildi.
(2024 yil "01" 11 da 24 raqamli reestr bayonnomasi).



Sh.Sh. Turayev
Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash raisi, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

I.X. Abduraxmonov
Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash kotibi, iqtisodiyot fanlari doktori, dotsent

D.A. Raxmonov
Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash qoshidagi ilmiy seminar raisi, iqtisodiyot fanlari doktori, professor

KIRISH (falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi annotasiyasi)

Dissertatsiya mavzusining dolzarbligi va zaruriyati. Jahonda iqtisodiyotda yuzaga kelayotgan yuqori inflyatsiya darajasini pasaytirish, iqtisodiy o'sishni ta'minlash uchun monetar siyosat transmission mexanizmidan foydalanish muhim ahamiyat kasb etmoqda. Rivojlangan davlatlar tajribasiga ko'ra, yuqori darajada tashkil etilgan kapital bozori, davlat qimmatli qog'ozlar bozori, pul bozori, valyuta bozorlari hamda kredit va depozit bozorlari monetar siyosat transmission mexanizmi kanallari samaradorligini oshirishning zaruriy sharti hisoblanmoqda. Oxirgi vaqtlarda dunyo iqtisodiyotining o'sishga bog'liq prognozlar ijobiy tus olmoqda. Xususan, dunyo iqtisodiyotining o'sishi o'rtacha 2024-yilda 3,6 foizdan 2025-yilda esa 4,2 foizgacha ko'tarilishi prognoz qilinmoqda.¹ Biroq, mintaqalarda hali ham iqtisodiy o'sish sur'atlarining pastligi, monetar siyosati transmission kanallarining samaradorligida sezilarli to'siqlarning mavjudligi va buning natijasida iqtisodiyotni moliyalashtirishda foizlarning yuqoriligi kabi muammolarga duch kelmoqda.

Jahonda yetakchi ilmiy tadqiqot institutlari va oliy ta'lim muassasalarining ilmiy tadqiqot yo'nalishlarida iqtisodiy barqarorlikni ta'minlashda monetar siyosat transmission mexanizmini va uning kanallari samaradorligini oshirish yo'llari ustuvorlik kasb etmoqda. Mazkur ilmiy tadqiqot ishlarida foiz kanali, valyuta kanali hamda bank kredit kanallarining iqtisodiy barqarorlikka ta'siri ta'siri kabi masalalar empirik tahlillar orqali ochib berilgan. Biroq, transmission mexanizm kanallarining kapital bozoriga, pul bozoridagi foiz stavkalariga, bank kreditlari va depozit foiz stavkalari va ularning o'sishiga ta'siri hamda inflyatsiyani jilovlashdagi samaradorligi kabi masalalar yetarlicha ochib berilmagan. Xususan, kapital bozorini rivojlantirish, transmission mexanizm kanallarini yalpi talabning tarkibiy qismlariga ta'siri, inflyatsiyani jilovlashdagi o'rni va valyuta kursi orqali to'lov balansi barqarorligiga erishish kabi masalalar dolzarbligini saqlab kelmoqda. Ushbu masalalar monetar siyosat transmission mexanizmi kanallari samaradorligini oshirishga qaratilgan ilmiy tadqiqotlar olib borishni taqazo etmoqda.

O'zbekistonda inflyatsion targetlash rejimini samarali qo'llashga bo'lgan e'tiborning jadallashuvi kreditlar bozorida foizlarni pasaytirish, qisqa va o'rta muddatlarda iqtisodiy o'sish sur'atini oshirish monetar siyosat transmission mexanizmi kanallari samaradorligini oshirishni talab etmoqda. Monetar siyosat transmission mexanizmi kanallari samaradorligini oshirishda moliya bozorida indikativ foiz stavkaning mavjudligi va uning bozor foiz stavkalariga sezilarli ta'sirini ta'minlash, hamda valyuta kanalining tashqi savdo operatsiyalar hajmiga ta'sirini ta'minlash muhim xususiyatga ega. Shuningdek, davlat qimmatli qog'ozlari foiziga ta'sir etish orqali davlat byudjeti xarajatlariga, jismoniy shaxslarga ajratilayotgan kreditlar foizi orqali esa aholi iste'mol xarajatlariga ta'sir etish bilan transmission mexanizm samaradorligini oshirish dolzarb masalalardan biridir. Bu esa, asosiy foiz stavkaning bozor foiz stavkalariga ta'sirini oshirishni, bank kredit kanali orqali monetar siyosatning tijorat banklari resurs bazasiga ta'sir etishini, valyuta bozori orqali valyuta kanalining savdo balansiga ta'sirini oshirishni tadqiq qilishning dolzarbligini qo'rsatib beradi.

¹ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2024/October/download-entire-database>

Ushbu ilmiy tadqiqot ishi O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2022-yil 28-yanvardagi PF-60 son “2022-2026 yillarga mo‘ljallangan yangi O‘zbekistonning Taraqqiyot strategiyasi to‘g‘risida”gi farmoni 2020 yil 5 oktyabrdagi PF-6079-son «Raqamli O‘zbekiston-2030» strategiyasini tasdiqlash va uni samarali amalga oshirish chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi Farmoni, 2020 yil 12 maydagi PF-5992-son «2020 2025 yillarga mo‘ljallangan O‘zbekiston Respublikasining bank tizimini isloh qilish strategiyasi to‘g‘risida»gi Farmoni, 2017 yil 2 sentyabrdagi PF-5177-son “Valyuta siyosatini liberallashtirish bo‘yicha birinchi navbatdagi chora-tadbirlar to‘g‘risida”gi Farmoni, 2023 yil 18 avgustdagi PQ-283-son “Davlat ishtirokidagi korxonalar va tijorat banklarini isloh qilish mexanizmini takomillashtirish bo‘yicha qo‘shimcha chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi qarori, 2017 yil 12 sentyabrdagi PQ-3270-son «Respublika bank tizimini yanada rivojlantirish va barqarorligini oshirishga doir chora-tadbirlar to‘g‘risida»gi qarori va 2018 yil 23 martdagi PQ-3620-son «Bank xizmatlari ommabopligini oshirish bo‘yicha qo‘shimcha chora-tadbirlar to‘g‘risida»gi qarorlari va boshqa ushbu sohadagi normativ-huquqiy hujjatlarda belgilangan vazifalarni amalga oshirishga muayyan darajada xizmat qiladi.

Tadqiqotning respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining ustuvor yo‘nalishlariga mosligi. Mazkur dissertatsiya tadqiqoti respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining I. “Demokratik va huquqiy jamiyatni ma‘naviy-axloqiy va madaniy rivojlantirish, innovatsion iqtisodiyotni shakllantirish” ustuvor yo‘nalishiga muvofiq bajarilgan.

Dissertatsiya mavzusi bo‘yicha xorijiy ilmiy tadqiqotlar sharhi²:

Monetar siyosat transmission mexanizmi kanallari samaradorligini oshirishga qaratilgan ilmiy-amaliy tadqiqotlar xalqaro ilmiy tashkilotlar, ilmiy-tadqiqot markazlar, Markaziy banklar, oliy ta‘lim muassasalari tomonidan turli yo‘nalishlarda amalga oshirib kelinmoqda. Jumaladan, Xalqaro valyuta fondi (International Monetary Fund (IMF)), Jahon banki (The World bank, AQSh), Iqtisodiy tadqiqotlar milliy byurosi (National Bureau of Economic Research-NBER (AQSh)), Xalqaro hisob-kitob banki (Bank of International Settlement, Shveysariya), Federal zaxira tizimi (Federal Reserve System (AQSh)), Angliya banki (Bank of England (Angliya)), Yevropa markaziy banki (European Central Bank (Evropa)), O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki (O‘zbekiston), Princeton University (AQSh), Harvard University (AQSh), Oxford University (Buyuk Britaniya), University of Bonn (Germaniya), Rossiya Federasiyasi hukumati huzuridagi Moliya universiteti, (Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации) tomonidan amalga oshirilmoqda.

Jahonda monetar siyosat transmission mexanizmi kanallari samaradorligini oshirishning ilmiy-nazariy, tashkiliy-iqtisodiy, ijtimoiy-siyosiy jumladan, bank kredit kanalining tijorat banklari balansiga ta’siri, xo‘jalik yurituvchi subyektlarning aktivlari narxlariga ta’siriga baho berish (European Central Bank); aktivlar bahosi kanali hamda monetar kanallarning inflyatsiyani jilovlashdagi o‘rnini turli

² Dissertatsiya mavzusi bo‘yicha xorijiy ilmiy tadqiqotlar sharhi www.imf.org, www.worldbank.org, www.nber.org, www.ecb.europa.eu, www.bis.org, www.federalreserve.gov, www.bankofengland.co.uk, www.cbu.uz va boshqa manbalar asosida tayyorlangan.

ekonometrik modellar asosida tadqiq etish (International Monetary Fund, IMF), noan'anaviy monetar siyosat transmission mexanizm kanallari faoliyatining iqtisodiy barqarorlikka ta'siri tahlil etish (National Bureau of Economic Research-NBER), rivojlanayotgan davlatlarda foiz kanali bilan valyuta kanali uyg'unligini ta'minlash (Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki) bilan bog'liq tadqiqotlar keng ko'lamda olib borilmoqda.

Muammoning o'rganilganlik darajasi. Monetar siyosat transmission mexanizmini takomillashtirishning ilmiy-amaliy jihatlarini xorijlik iqtisodchi olimlardan J.M.Keynes, Irving Fisher, Wicksell Knut, M.Friedman, J.Tobin, J.M.Fleming, R.A.Mundell, R.Dornbusch, F.Modigliani, A.Ando, J.E.Stiglitz, B.Bernanke, M.Gertler, A.S.Blinder, Frederic S. Mishkin, V.Ramey, A.K.Kashyap, J.C.Stein, J.B.Taylor, Peter N. Ireland, A.Cesa-Bianchi, G.Thwaites va A.Vicondoa, E.Falck, M.Hoffmann va P.Hürtgen, G.B.Eggertsson, R.E.Juelsrud, L.H.Summers va E.G.Wold³, shu jumladan rossiyalik iqtisodchi olimlardan С.Р.Моисеев, Д.И.Кондратов, Е.А. Леонтьева, И.С.Иванченко, С.А.Андрюшин, С.М.Дробышевский, И.Л.Кавицкая, П.В.Трунин,⁴ va boshqalarning ilmiy

³Дж.М. Кейнс. (2019). Общая теория занятости, процента и денег. Москва, Юрайт. Irving Fisher (1963). The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit Interest and Crises/ Rev. Ed. New York: reprints of Economics Classics. Wicksell Knut (1950). Lectures on Political Economy/ Vol. 2. Edited by Lionel Robins. London. Routledge and Kegan Paul Ltd. Friedman M.A. (1957). Theory of the Consumption Function. NBER Books No.57-1, September. J. Tobin (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory/ Journal of Money, Credit and Banking №1. Fleming J.M. (1962). Domestic Financial Policies under Fixed and Under Floating Exchange Rates. International Monetary Fund Staff Papers 9. Mundell R.A. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. Canadian Journal of Economics and Political Science 29. Dornbusch R. (1976). Expectations and Exchange Rate Dynamics. Journal of Political Economy 84. Ando A., Modigliani F. (1963). The "Life Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests. American Economic Review, 53 (1). Blinder A.S., Stiglitz J.E. (1983). Money, Credit Constraints and Economic Activity. American Economic Review 73. Bernanke B., Blinder A. (1988). Credit, Money and aggregate Demand/ The American Economic Review. №78. Bernanke B. Gertler M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. Journal of Economic Perspectives, 9(4). Bernanke, B. S. (2020). The new tools of monetary policy. American Economic Review, 110(4), 943-983. Valerie Ramey (1993). How important is the credit channel in the transmission of monetary policy/ Cornege – Rochester Conference Series on Public Policy Vol. 39. North-Holland – Elsevier Science Publishers B.V. Frederic S. Mishkin (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism/ The journal of Economic Perspective Vol. 9, No. 4. Kashyap A. K., Stein J. C. (1995). The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 42(1). Taylor J. B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. Journal of Economic Perspectives, 9(4). Peter N. Ireland (2005). The Monetary Transmission Mechanism / FRB of Boston WP No. 06-1. Cesa-Bianchi, A., Thwaites, G., & Vicondoa, A. (2020). Monetary policy transmission in the United Kingdom: A high frequency identification approach. European Economic Review, 123, 103375. Falck, E., Hoffmann, M., & Hürtgen, P. (2021). Disagreement about inflation expectations and monetary policy transmission. Journal of Monetary Economics, 118, 15-31. 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.

⁴Моисеев С.Р. (2002). Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики/ Финансы и кредит №18. Д.И.Кондратов. (2010). Трансмиссионный механизм денежно – кредитной политики Еврoзоны/ Научные труды: Институт народно-хозяйственного прогнозирования РАН.-№8. Е.А.Леонтьева. (2012). Механизм кредитно-денежной трансмиссии в России/ Working Paper №175 SEFIR. Леонтьева Е.А. (2013). Механизм кредитно-денежной трансмиссии в России/ Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации. Москва. Иванченко И.С., Рыбчинская И.В. (2007). Проблемы функционирования в России процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитного регулирования/ Финансовые исследования №14. Иванченко И.С.(2006). Исследование российского трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики/ Финансы и кредит. -№14. Андрюшин С.А. (2013). Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики центральных банков в условиях глобального финансового кризиса/ Финансы и кредит. Дробышевский С.М., Трунин П.В., Каменских М.В. (2008). Анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в российской экономике Москва:

ishlarida atroflicha o'rganilgan va tahlil etilgan. O'zbekistonlik iqtisodchi olimlardan T.Qoraliyev, N.Jumayev, Sh.Abdullayeva, O.Namozov, T.Boyoqulov, O.Sattarov, M.Kurbonbekova, U.Dustkobilov va boshqalar⁵ pul-kredit tizimi, kredit mexanizmi, bank tizimi barqarorligi, xalqaro valyuta-kredit munosabatlari, Markaziy bank valyuta siyosati hamda markaziy bank pul-kredit siyosati instrumenlarining iqtisodiyotga ta'siri yuzasidan ilmiy tadqiqotlar olib borishgan. Biroq monetar siyosati transmission mexanizmi kanallarining iqtisodiyotga ta'siri ilmiy-nazariy, amaliy va uslubiy tomonlari o'zbekistonlik iqtisodchi olimlari tomonidan alohida tadqiqot sifatida o'rganilmagan.

Dissertatsiya mavzusining dissertatsiya bajarilgan oliy ta'lim muassasalarining ilmiy tadqiqot ishlar rejalari bilan bog'liqligi. Mazkur dissertatsion tadqiqot mavzusi Renessans ta'lim universitetining ilmiy-tadqiqot ishlari rejasi bilan bog'liq holda bajarilgan.

Tadqiqotning maqsadi monetar siyosati transmission mexanizmini takomillashtirishga qaratilgan ilmiy-uslubiy takliflar va amaliy tavsiyalarni ishlab chiqish hisoblanadi.

Tadqiqotning vazifalari quyidagilardan iborat:

monetar siyosati transmission mexanizmining ilmiy-nazariy asoslarini tadqiq qilish;

monetar siyosati transmission mexanizmining boshqa kanallari xususida mahalliy va xorijiy olimlarning qarashlarini tahlil qilish;

mexanizm kanallarini iqtisodiyotga ta'sir bosqichlarining metodologik asoslarini tadqiq qilish;

mexanizm kanallari samaradorligini qiyosiy va empirik tahlil qilishning metodologik asoslarini tadqiq qilish;

transmission mexanizm foiz kanali samaradorligini qiyosiy va empirik baholash;

transmission mexanizm bank kredit kanali faoliyatining amaldagi holati tahlil qilish va tegishli xulosalar olish;

ИЭПП. Трунин П.В., Князев Д.А., Саттаров А.М. (2010). Анализ независимости центральных банков РФ, стран СНГ центральных банков РФ, стран СНГ и Восточной Европы/ Москва: ИЭПП. Кавицкая И.Л. (2011). Финансовый кризис и политика центрального банка/ Журнал институциональных исследований – Том 3, №4. ⁵Коралиев Т., Ортиков У. (2009). Банк ресурсларини бошқариш/ Монография – Тошкент. Азизов У., Коралиев Т. ва бошқ. (2016). Банк иши/ Тошкент – Иқтисод-молия. Абдуллаева Ш.З. (2005). Банк рисклари ва кредитлаш/ Тошкент-Иқтисод-молия. Абдуллаева Ш.З. (2014). Пул муомаласи ва кредит/ Тошкент –Иқтисод-молия. Додиев Ф.У. и другие. (2012). Оценка каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в Узбекистане/ Исследовательский проект Института прогнозирования и макро-экономических исследования при поддержке Программы развития ООН. – Ташкент. Намозов О.Ш. (2001). Монетарная политика в переходной экономике: концептуальные подходы и программные направления. Дисс.на соис.уч.ст. д.э.н.-Ташкент. Бобокулов Т.И. (2008). Ўзбекистон Республикасида миллий валюта курсининг барқарорлигини таъминлаш борасидаги муаммолар ва уларни ҳал қилиш йўллари. и.ф.д. илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати.-Тошкент. Жумаев Н.Х. (2007). Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш/ Монография – Тошкент. Фан ва технология. Саттаров О.Б. ва бошқ. (2014). Инфляция: муаммо ва ечимлари/ Монография – Тошкент. Саттаров О.Б. (2018). Ўзбекистон Республикаси банк тизими барқарорлигини таъминлаш методологиясини такомиллаштириш/ и.ф.д. илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати.-Тошкент. Дусқобилов У.Ш. (2017). Ўзбекистонда монетар сиёсатни амалга ошириш механизмини такомиллаштириш йўллари. Монография. – Т.: «Navro'z» нашриёти, Курбондекова М.Т. (2023). ўзбекистонда пул-кредит сиёсати инструментларини такомиллаштиришнинг методологик асослари/ и.ф.д. илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати.-Тошкент.

transmission mexanizm valyuta kanali samaradorligining qiyosiy va empirik tahlil qilish;

inflyatsion targetlash sharoitida transmission mexanizm kanallari faoliyatini takomillashtirish bilan bog'liq bo'lgan muammolarni aniqlash va ularni hal qilishga qaratilgan ilmiy-uslubiy taklif va amaliy tavsiyalarni ishlab chiqish.

Tadqiqotning obykti sifatida O'zbekiston Respublikasi bank tizimi olingan.

Tadqiqotning predmeti monetar siyosati transmission mexanizmi kanallari faoliyati jarayonida yuzaga keladigan iqtisodiy munosabatlar tashkil etadi.

Tadqiqotning usullari. Dissertatsiyada ilmiy abstraksiya, ekonometrik tahlil, qiyosiy va tarkibiy tahlil, iqtisodiy-statistik va ekspert baholash usullaridan foydalanilgan.

Tadqiqotning ilmiy yangiligi quyidagilardan iborat:

valyuta kanali faoliyati samaradorligini oshirish maqsadida banklararo valyuta bozorida chet el valyutasini sotish va sotib olish bo'yicha operatsiyalarda valyuta kursi faqat bozor mexanizmlari asosida chet el valyutasiga bo'lgan talab va taklifdan kelib chiqqan holda belgilanishi taklif etilgan;

davlat qimmatli qog'ozlarining ikkilamchi bozorini yanada rivojlantirish orqali transmission mexanizm foiz kanali samaradorligini oshirish maqsadida auksion natijalarining hisob-kitoblarini T+2 standarti asosida amalga oshirish orqali investorlarga qo'shimcha qulayliklar yaratish taklif etilgan;

qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirishda davlat qimmatli qog'ozlarini kupon stavkali, nol kupon stavkali va inflyatsiya darajasiga bog'langan holda jismoniy shaxslar o'rtasida ham jaylashtirish orqali foiz kanalining samaradorligini oshirish asoslangan;

inflyatsion targetlash rejimida inflyatsiyaning maqsadli ko'rsatkichi bilan uning kutilmalari o'rtasidagi farqni qisqartirishda transmission mexanizm foiz kanalining samaradorligi yuqori ekanligi empirik asoslangan;

mamlakatimizda valyuta siyosatini erkinlashtirish natijasida ichki iqtisodiyotdagi inflyatsiya darajasini, hamda tashqi iqtisodiyotda savdo balansidagi tabranishlarning ta'sirini inobatga olgan holda milliy valyuta almashinuv kursining 2028 yilga qadar prognoz ssenariylari ishlab chiqilgan.

Tadqiqotning amaliy natijasi quyidagilardan iborat:

mexanizm kanallarini iqtisodiyotga ta'sir bosqichlarining, mexanizm kanallari samaradorligini qiyosiy va empirik tahlil qilishning metodologik asoslari takomillashtirilgan;

transmission mexanizmi bank kredit kanalini bank tizimi barqarorligigi, xususan ularning likvidliligi va kapitallashuv darajalari orqali samaradorligi yuqori ekanligi aniqlangan;

monetar siyosat transmission mexanizm foiz kanalini, bank kredit kanalini hamda valyuta kanallarini qiyosiy tahlil qilish natijasida ularning samaradorligini oshirish yo'nalishlari belgilab berilgan;

monetar siyosatdagi asosiy real foiz stavka hamda pul bozoridagi real foiz stavkalarining tijorat banklarining qisqa muddatli depozitlari va kreditlariga ta'sirining yuqori ekanligi aniqlangan;

monetar siyosat transmission mexanizm foiz kanalining antiinflyatsion siyosat yuritishda qulay kanal ekanligi ammo iqtisodiy o'sishni ta'minlashda sezilarli ekanligi aniqlangan.

Transmission mexanizm valyuta kanalining moliya bozoriga, hamda savdo balansiga ta'siri orqali ichki iqtisodiyotga ta'siri empirik tahlillar asosida aniqlangan;

tashqi faktorlarning, xususan jahon bozorida oltin va gaz narxlarining o'zgarish, mehnat migratsiyasi hisobiga mamlakatimizda transfer to'lovlarining musbat saldosini o'zgarishining monetar siyosat transmission mexanizmiga va ichki iqtisodiyotga ta'siri empirik baholangan.

Tadqiqot natijalarining ishonchliligi. Qo'llanilayotgan yondashuv va metodlarning maqsadga muvofiqligi, ma'lumotlarni rasmiy manbalardan, xususan, O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki, O'zbekiston Respublikasi Prezidenti huzuridagi Davlat Statistika qo'mitasidan olinganligi, monetar siyosatga doir me'yoriy xujjatlar, mamlakatimiz va xorijiy iqtisodchi olimlarning ekspert baholari va ilmiy natijalaridan foydalanilganligi, shu bilan birga tegishli xulosa va takliflarning Oliy Majlis Senatining Byudjet va iqtisodiy islohotlar masalalari qo'mitasi, Oliy Majlis Qonunchilik palatasi huzuridagi Parlament tadqiqotlari instituti hamda "O'zsanoatqurilishbank" aksiyadorlik tijorat banki tomonidan amaliyotga joriy qilinganligi bilan belgilanadi.

Tadqiqot natijalarining ilmiy va amaliy ahamiyati. Tadqiqotning ilmiy ahamiyati ulardan monetar siyosat transmission mexanizmini takomillashtirishga qaratilgan maxsus ilmiy-tadqiqotlarni amalga oshirishda foydalanish mumkinligi bilan izohlanadi.

Tadqiqot natijalarining amaliy ahamiyati ishlab chiqilgan ilmiy takliflar va amaliy tavsiyalarni mamlakatimizda monetar siyosat transmission mexanizmi kanallarining iqtisodiyotga ta'sirini takomillashtirishga qaratilgan chora-tadbirlar majmuini ishlab chiqishda foydalaniladi, shuningdek, 2022-2026-yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasida ko'rsatilgan vazifalarni bajarishga qaratilgan chora-tadbirlarni ishlab chiqishda foydalanilishi mumkin.

Tadqiqot natijalarining joriy qilinishi. Monetar siyosati transmission mexanizmini takomillashtirish bo'yicha olingan ilmiy natijalar asosida:

valyuta kanali faoliyati samaradorligini oshirish maqsadida banklararo valyuta bozorida chet el valyutasini sotish va sotib olish bo'yicha operatsiyalarda valyuta kursi faqat bozor mexanizmlari asosida chet el valyutasiga bo'lgan talab va taklifdan kelib chiqqan holda belgilanishiga doir taklifi 2024 yil 20 sentyabrdagi "Kiberxavfsizlikni ta'minlash sohasidagi qonunchilik takomillashtirilishi munosabati bilan O'zbekiston Respublikasining ayrim qonun hujjatlariga o'zgartirish va qo'shimchalar kiritish to'g'risida"gi Qonun bilan "O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki to'g'risida"gi Qonunning 11- va 12-moddalariga kiritilgan o'zgartirish va qo'shimchalarni ishlab chiqishda foydalanilgan (Oliy Majlis Qonunchilik palatasi huzuridagi Parlament tadqiqotlari institutining 2024 yil 24 oktyabrdagi 62-sonli ma'lumotnomasi). Natijada, monetar indikatorlar va bozor faktorlarining valyuta kursiga ta'sirini oshirishga, xususan pul massasi hajmini bir

foziga o'sishi milliy valyuta almashinuv kursini 1,17 foizga pasaytirgan bo'lsa, mamlakatimiz export hajmining bir foizga oshishi esa ushbu kursni 0,1 foizga oshirishi Least Squares with Breaks modeli orqali aniqlandi va asoslab berildi;

davlat qimmatli qog'ozlarining ikkilamchi bozorini yanada rivojlantirish orqali transmission mexanizm foiz kanali samaradorligini oshirish maqsadida auksion natijalarining hisob-kitoblarini T+2 standarti asosida amalga oshirish orqali investorlarga qo'shimcha qulayliklar yaratishga doir taklifi O'zbekiston Respublikasining 2021 yil 29 oktabrdagi "O'zbekiston Respublikasining ayrim qonun hujjatlariga o'zgartirish va qo'shimchalar kiritish to'g'risida"gi Qonun bilan "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi Qonunga kiritilgan o'zgartirish va qo'shimchalarni ishlab chiqishda foydalanilgan (Oliy Majlis Qonunchilik palatasi huzuridagi Parlament tadqiqotlari institutining 2024 yil 24 oktyabrdagi 62-sonli ma'lumotnomasi). Natijada, moliya bozorining instrumentlarini ko'paytirish va bank tizimidan tashqarida aholidagi bo'sh turgan pul mablag'larini moliya bozoriga jalb qilish, hamda transmission mexanizm foiz kanalining samaradorligini oshirishga erishildi.

qimmatli qog'ozlar bozorini rivojlantirishda davlat qimmatli qog'ozlarini kupon stavkali, nol kupon stavkali va inflyatsiya darajasiga bog'langan holda jismoniy shaxslar o'rtasida ham joylashtirish orqali foiz kanalining samaradorligini oshirishga doir taklifi O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2022 yil 21-fevraldagi "O'zbekiston Respublikasining davlat g'aznachilik majburiyatlari va obligatsiyalarini muomalaga chiqarishni tashkil etish chora-tadbirlari to'g'risida"gi qaroriga o'zgartirish va qo'shimchalar kiritish haqidagi 82-sonli qarorini ishlab chiqishda foydalanilgan (Oliy Majlis Senatining Byudjet va iqtisodiy islohotlar masalalari qo'mitasining 2024 yil 23 oktyabrdagi 05/4370-sonli ma'lumotnomasi). Natijada, moliya bozorining instrumentlarini ko'paytirish va bank tizimidan tashqarida aholidagi bo'sh turgan pul mablag'larini moliya bozoriga jalb qilish, hamda transmission mexanizm foiz kanalining samaradorligini oshirishga xizmat qildi.

inflyatsion targetlash rejimida inflyatsiyaning maqsadli ko'rsatkichi bilan uning kutilmalari o'rtasidagi farqni qisqartirishda transmission mexanizm foiz kanalining samaradorligi yuqori ekanligiga doir taklifi (Oliy Majlis Qonunchilik palatasi huzuridagi Parlament tadqiqotlari institutining 2024 yil 24 oktyabrdagi 62-sonli ma'lumotnomasi). Natijada, transmission mexanizm foiz kanalidan samarali foydalanish yo'lida indikativ foiz stavkaning bir foizga oshishi uch chorak kechikish bilan iqtisodiyotdagi inflyatsiya darajasini 0,63 foizga pasaytirish, hamda pul massasi hajmining bir foizga o'sishi mamlakatda real ishlab chiqarish hajmini ikki choraklik farq bilan 0,81 foizga oshirishi aniqlandi.

mamlakatimizda valyuta siyosatini erkinlashtirish natijasida ichki iqtisodiyotdagi inflyatsiya darajasini, hamda tashqi iqtisodiyotda savdo balansidagi tabranishlarning ta'sirini inobatga olgan holda milliy valyuta almashinuv kursining 2028 yilga qadar prognoz ssenariylariga doir taklifi "O'zsanoatqurilishbank" ATB tomonidan qabul qilingan ("O'zsanoatqurilishbank" ATBning 2024 yil 25 oktyabrdagi 04/6075-son ma'lumotnomasi). Natijada, optimal ssenariyga ko'ra, milliy valyuta almashinuv kursi 2025-2027 yillarda 19,5 foizga devalvatsiya bo'lib,

2028 yil boshida AQSh dollariga nisbatan almashinuv kurdi 14995,6 so‘mgacha ko‘tarilishi prognoz qilindi.

Tadqiqot natijalarining e‘lon qilinganligi. Dissertatsiya mavzusi bo‘yicha 28 ta ilmiy ish, shu jumladan: 1 monografiya, O‘zbekiston Respublikasi Oliy attestatsiya komissiyasi ro‘yxatiga kiritilgan jurnallarda 17 ta maqola, shu jumladan xorijiy mamlakatlarda 3 ta maqola, va 14 ta maqola respublika jurnallarda nashr etilgan, 10 ta tezis, jumladan 4 ta respublika va 6 ta xalqaro ilmiy-amaliy konferensiyalarda muhokamadan o‘tqazilgan.

Dissertatsiyaning tuzilishi va hajmi. Dissertatsiya tarkibi kirish, oltita bob, o‘n sakkizta paragraf, xulosa, foydalanilgan adabiyotlar ro‘yxati va ilovalar iborat. Dissertatsiyaning hajmi 288 betdan iborat.

DISSERTASIYANING ASOSIY MAZMUNI

Dissertatsiyaning **kirish** qismida tadqiqot mavzusining dolzarbligi va zaruriyati asoslangan, dissertatsiya mavzusi bo‘yicha xorijiy ilmiy tadqiqotlar sharhi, muammoning o‘rganilganlik darajasi, tadqiqotning maqsadi, vazifalari hamda obyekt va predmeti, ilmiy yangiligi va amaliy natijalari, tadqiqot natijalarining ishonchliligi va joriy etilishi, dissertatsiya tuzilishi va hajmi bo‘yicha ma‘lumotlar keltirilgan.

Dissertatsiyaning «**Monetar siyosati transmission mexanizmining ilmiy-nazariy asoslari**» deb nomlangan birinchi bobida monetar siyosati transmission mexanizmining ilmiy-nazariy asoslari, transmission mexanizmi kanallari foaliyati, xususan foiz kanali, bank kredit kanali, valyuta kanali faoliyatlari borasida ilmiy-nazariy qarashlar tadqiq etilgan va ilmiy xulosalar ishlab chiqilgan.

Markaziy bank pul-kredit siyosatining transmission mexanizmi o‘ziga xos kanallarga ega bo‘lib, ular orqali pul-kredit siyosatining iqtisodiyotga ko‘rsatilayotgan ta‘sir impulslari uzatiladi. Transmission mexanizm kanallari monetar qarorlar to‘g‘risidagi e‘lonlardan tortib, pul-kredit siyosati va iqtisodiyot real sektorining bir biriga bo‘lgan ayrim o‘zaro ta‘sir mexanizmlarini ifodalaydi. Natijada pul-kredit siyosati sohasida amalga oshirilgan tadbirlardan keyin yuzaga kelgan real holatni aks etuvchi o‘zgaruvchan ko‘rsatkichlarga monetar siyosatni olib boruvchilarning teskari munosabati ham hisobga olinadi. Transmission kanallarining uzatuvchi mexanizmlari bir-biri bilan bog‘liq makroiqtisodiy o‘zgaruvchan ko‘rsatkichlardan iborat bo‘lib, ular pul-kredit siyosatida sodir bo‘layotgan o‘zgarishlarni uzatish uchun mo‘ljallangan. Shuningdek, ular milliy iqtisodiyotning o‘ziga xosligiga, moliyaviy tizimga va pul-kredit orqali muvofiqlashtirishni amalga oshirish metodlariga bog‘liqdir.

Dunyoning aksariyat mamlakatlarida Markaziy bank pul-kredit siyosati iqtisodiy rivojlanishni, narx barqarorligini hamda milliy valyuta kursi barqarorligini ta‘minlashda asosiy o‘rin tutadi. Markaziy bank pul-kredit siyosati bu kabi maqsadli makroiqtisodiy ko‘rsatkichlarga erishishda bir nechta bosqichni bosib o‘tadi. Ushbu bosqichni zamonaviy til bilan aytganda transmission mexanizm deb atashadi.

Dastlab monetar siyosatida “transmission mexanizm” tushunchasi John Maynard Keynes tomonidan kiritilgan. J.Keynes pul taklifi orqali iqtisodiy jarayonlarga ta‘sir ko‘rsatuvchi o‘zgaruvchan ko‘rsatkichlar tizimini “transmission

mexanizm” deb atagan. Uning fikricha, pul massasi hajmining o‘zgarishi foiz stavkasining o‘zgarishiga olib keladi. Buning natijasida kredit bozori va qimmatli qog‘ozlar bozori orqali tadbirkorlarning investitsion xarajatlariga ta’sir qiladi. Oqibatda yalpi ishlab chiqarish hajmining o‘zgarishiga sabab bo‘ladi. Shundan keyingina tovarlar bozoridagi o‘zgarish pul bozoridagi o‘zgarishga ta’sir qiladi degan fikrga kelgan.

Keyingi tahlillar shuni ko‘rsatdiki J.Keyns transmission mexanizmi nafaqat korxonalarining investitsion xarajatlari orqali yalpi ishlab chiqarishga balki, iste’molchilarning xarajatlari va jamg‘armalari borasida qarorlari orqali ham ta’sir etadi. Monetar siyosatning transmission mexanizmni tahlil qilganda pul massasining boshqa aktivlarga ta’sir qilishi M.Friedman tomonidan taklif qilingan. Shuningdek, Xorijiy adabiyotlarda mazkur mavzuga bag‘ishlangan talay ilmiy tadqiqotlar olib borilgan. Xususan, J.Tobin, J.M.Fleming, R.A.Mundell, R.Dornbusch, A.Ando, F.Modigliani, J.E.Stiglitz, B.Bernanke, M.Gertler, A.S.Blinder, Frederic S. Mishkin, V.Ramey, A.K.Kashyap, J.C.Stein, J.B.Taylor, Peter N. Ireland, shu jumladan rossiyalik iqtisodchi olimlardan S.R.Moiseev, D.I.Kondratov, Ye.A. Leonteva, P.V.Trunin, S.A.Andryushin, S.M.Drobishevskiy, I.S. Ivanchenko, I.L.Kaviskaya va boshqa ko‘plab olimlar ishlarida ushbu muammo atroflicha ko‘rib chiqilgan.

Mamlakatimizdagi iqtisodiy olimlar tomonidan pul-kredit siyosatining ayrim yo‘nalishlari borasida ilmiy tadqiqotlar olib borilgan. Jumladan, N.Jumayev Markaziy bank valyuta siyosati ustida ilmiy izlanish olib borgan bo‘lsa, Sh.Abdullaeva tijorat banklarida kreditlash holati va kredit riskiga, T.Boboqulov milliy valyutamiz barqarorligiga, O.Namozov monetar siyosatga umumiy qaragan bo‘lsa, F.Dodiyev o‘tish iqtisodiyotida pul-kredit siyosati transmission mexanizmi kanallari hususida izlanish olib borgan. Jumladan, F.Dodiyev taxriri ostida chop etilgan ilmiy loyixa ishida transmission mexanizm borasida mulohaza yuritir ekan uning mohiyatini quyidagicha qaragan. O‘zbekiston Respublikasi Markaziy bankining pul-kredit siyosati transmission mexanizmiga qarashlari bo‘yicha “Pul-kredit siyosatining transmission mexanizmi o‘zida Markaziy bank foiz stavkalari o‘zgarishining iqtisodiy faollikka va pirovardida inflyatsiya darajasiga ta’sir o‘tkazish jarayonini aks ettiradi.” deb keltirilgan. Mamlakatimiz olimlari transmission mexanizm borasida yaxlit tahlillar olib bormagan bo‘lib, balki pul-kredit siyosati holatini tahlil qilgan.

Transmission mexanizm xususida keltirilgan olimlar fikrlari, hamda markaziy bank ta’riflari bir-biriga juda yaqin bo‘lib, o‘zaro munozarali xolatni yuzaga keltirmaydi. Olimlarning transmission mexanizmga qarashlaridagi o‘xshashlik shundan iboratki, ya’ni mexanizm natijasi o‘laroq asosan yalpi ishlab chiqarish, hamda inflyatsiyaga ta’siri muhim deb olingan. Ammo ta’kidlash joizki, Markaziy bank pul-kredit siyosati nafaqat yalpi ishlab chiqarish va inflyatsiyaga balki, mamlakatdagi ishsizlik, hamda to‘lov balansiga ta’siri ham ahamiyatga ega bo‘lib, asosan biz kabi rivojlanayotgan davlatlarga xosdir. Shu munosabat bilan bizning fikrimizcha keng ma’noda markaziy bank pul-kredit siyosati transmission mexanizmi – bu monetar siyosat instrumentlaridagi o‘zgarishlar natija-sida mexanizm kanallari orqali korxonalarining investitsion, davlat, aholining iste’mol

xarajatlariga, shuningdek sof eksportga ta'sir etgan holda yalpi ishlab chiqarish, inflyatsiya, ishsizlik hamda to'lov balanslarida o'zgarishlarga olib keluvchi iqtisodiy jarayondir.

Garchi Markaziy bankning pul massasini o'zgartirish orqali nominal foiz stavkaga ta'siri olimlar tomonidan baxsdan xoli bo'lsada, ammo markaziy bank tomonidan uy xo'jaliklari va firmalarning xarajatlariga qay yo'sinda ta'sir ko'rsatishi borasida turli qarashlar mavjud. Ushbu qarashlarni Koliforniya Universiteti olimi V. Ramey shartli ravishda ikki guruhga ya'ni "pul nuqtai nazardan qarash" hamda "kredit nuqtai nazardan qarashlar"ga ajratgan. Shuningdek, ushbu qarashlarga qo'shimcha ravishda iqtisodchi olim S. Moiseyev bunga yana "taklif tomonidan qarash" yondoshuvlarni keltirgan.

Dissertatsiya ishining ikkinchi bobi "**Transmission mexanizm kanallari samaradorligini baholashning metodologik asoslari**" deb nomlangan bo'lib, unda transmission mexanizmi metodologiyasi uch qismga, ya'ni mexanizm kanallarini iqtisodiyotga ta'sirining metodologik asoslari, mexanizm kanallari samaradorligini tahlil qilishning metodologik asoslari, hamda monetar siyosat transmission mexanizmi kanallari faoliyatini empirik tahlil qilishning metodologik asoslari tadqiq etilgan va ilmiy xulosalar ishlab chiqilgan.

Monetar siyosat transmission mexanizm kanallarini iqtisodiyotga ta'sirining metodologik asoslari sifatida quyidagilarni keltirsak bo'ladi.

Iqtisodchi olimlar transmission mexanizmning foiz kanaliga shubha qilmasada, ushbu kanalning iqtisodiyotga ta'siri davrini o'rganish bo'yicha turli matematik modellar yordamida izlanish olib borishgan.

Foiz kanalining ishlashi juda oddiy, ya'ni narx darajasini o'zgarimas deb qaraganimizda (qisqa muddatda foiz stavkasi o'zgarishi narx darajasiga ta'sir qilmaydi) markaziy bank tomonidan nominal foiz stavkasining tushurilishi real foiz stavkalarining ham tushushiga olib keladi. Bu korxonalar tomonidan moliyaviy resurslarni jalb qilish xarajatlarining kamayishiga va yalpi talabning oshishiga sabab bo'ladi. Yalpi talabning oshishi natijasida yalpi ishlab chiqarish ham oshashdi. Yoki aksincha xolat.

Monetar siyosat transmission mexanizmining iqtisodiyotga ta'sirini yanada yaqqolroq izohlaydigan bo'lsak, bunda pul massasining ortishi kutilayotgan narx darajasi (P^e) va inflyatsiyaning (π^e) oshishiga sabab bo'ladi. Bu real foiz stavkaning tushishiga olib kelib ($r \downarrow = i - \pi^e$), korxonalarining investitsion xarajatlarini va yalpi ishlab chiqarishning oshishiga ta'sir qiladi.

$$M \uparrow \Rightarrow P^e \uparrow \Rightarrow \pi^e \uparrow \Rightarrow r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Bizning fikrimizcha foiz kanali orqali iqtisodiyotga quyidagi usullar orqali ta'sir etadi.

a) Korxonalar investitsion xarajatlariga ta'siri;

$$i_{MB} \downarrow \Rightarrow i_{real} \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

b) Davlat xarajatlariga ta'siri;

$$i_{MB} \downarrow \Rightarrow TB \text{ korr. sch.} \uparrow \Rightarrow QQ \text{ talab} \uparrow \Rightarrow P_{QQ} \uparrow \Rightarrow i_{QQ} \downarrow \\ \Rightarrow \text{Davlat xarajatlari } (G) \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

c) Aholi iste'moliga ta'siri;

$i_{MB} \downarrow \Rightarrow TB \text{ korr. sch.} \uparrow \Rightarrow i_{kredit} \downarrow \Rightarrow Aholiga \text{ kreditlar ajratish} \uparrow$
 $\Rightarrow Uzoq \text{ muddatli iste'mol tovarlar xaridi (C)} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

d) eksport hajmiga ta'siri;

$i_{MB} \downarrow \Rightarrow M_2 \uparrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow Export \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

e) import hajmiga ta'siri

$i_{MB} \downarrow \Rightarrow G \uparrow; C \uparrow; I \uparrow \Rightarrow Milliy \text{ daromad} \uparrow \Rightarrow Import \uparrow \Rightarrow Y \downarrow$

Foiz stavka kanalining mamlakat eksporti va importiga ta'sir qilishi va buning natijasida savdo balansini ijobiy yoki salbiy tomonga o'zgarishi Marshall-Lerner shartining (Marshall – Lerner condition) bajarilish holatiga bog'liq.

Bu yerda:

i_{MB} – Markaziy bank nominal foiz stavkasi; i_{real} – real bozor foiz stavkalari; I – korxonalar investitsion xarajatlari; $TB \text{ korr. sch.}$ – tijorat banklarning Markaziy bankdagi vakillik hisob raqamidagi mablag'lar; P_{QQ} – qimmatli qog'ozlar bozor narxi, i_{QQ} – qimmatli qog'ozlar foizi; E – almashinuv kursi.

B. Bernanke va M. Gertler bank kredit kanalini ikkita sub kanallarga bo'lishgan. Bular “bank kreditlash kanali” (bank lending channel) (“tor doirada bank kredit kanali” (narrow credit channel) va “kapital jalb qilish xarajati kanali” (cost – of – capital channel) ham deb atashadi), hamda “balans kanali” (balance sheet channel), (“keng doiradagi kredit kanali” (broad credit channel), yoki “moliyaviy akselerator kanali” (financial accelerator channel) ham deb yuritishadi) hisoblanadi.

Bank kreditlash kanalini quyidagicha tasvirlashimiz mumkin:

$M \downarrow \Rightarrow Bank \text{ resursi} \downarrow \Rightarrow Bank \text{ krediti} \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$

Frederic S. Mishkin fikricha monetar siyosat qarorlari korxonalar balanslari holatiga bir nechta yo'llar bilan ta'sir qiladi⁶. Birinchi yo'lda, arzon pul-kredit siyosati korxonaga qimmatli qog'ozlari bozor narxini oshishiga olib keladi. Bu vaziyatda, bankning korxonaga beradigan krediti borasida salbiy tanlovi ehtimoli va korxonada ma'naviy risk kamayishi oqibatida, korxonalarning investitsion xarajatlari oshadi va provardida YaIM oshishiga olib keladi. Buni quyidagi sxemada ko'rishimiz mumkin.

$M \uparrow \Rightarrow P \uparrow \Rightarrow Salbiy \text{ tanlov ehtimoli} \downarrow, Ma'naviy \text{ risk} \downarrow \Rightarrow Kredit \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Bu yerda: M – pul massasi, P – qimmatli qog'ozlarning bozor narxi, I – korxonalarning investitsion xarajatlari, Y – YaIM.

Markaziy bank transmission mexanizmi valyuta kanalining maqroiqtisodiy ko'rsatkichlarga ta'siriga to'xtaladigan bo'lsak, bunda markaziy bank tomonidan almashinuv kursi devalvasiyasini amalga oshirilishi sof eksportga ($NX \uparrow$) ta'sir etgan holda yalpi ishlab chiqarishga va mamlakatdagi inflyatsiya darajasini o'zgartiradi.

$Markaziy \text{ bank devalvasiyasi} \Rightarrow e \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Yalpi \text{ talab} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \text{ va } \pi \uparrow$

Monetar siyosat transmission mexanizm aktivlar bahosi kanalining iqtisodiyotga ta'sirining metodologik asoslari sifatida quyidagilarni keltirsak bo'ladi.

$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Boylik kanalining iqtisodiyotga ta'sir sxemasi quyidagicha bo'ladi:

⁶ Frederic S. Mishkin (2011). The Economics of Money, Banking, and Financial Markets// 6th Edition, Addison Wesley Publishing Company. pp. 638-666.

$$M \downarrow \Rightarrow i_{MB} \uparrow \Rightarrow i_{QQ} \uparrow \Rightarrow P_e \downarrow \Rightarrow \text{Aholi boyligi} \downarrow \Rightarrow \text{Iste'mol} \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Transmission mexanizm kanallari samaradorligini tahlil qilishning metodologik asoslari sifatida quyidagilarni keltirsak bo‘ladi.

Transmission mexanizm kanallari samaradorligini tahlil qilish metodologiyasi

Foiz kanali

1-bosqich

- Markaziy bankda aniq bir indikativ foiz stavkaning bo‘lishi;
- Davlat qimmatli qog‘ozlar bozorining rivojlanganlik darajasi;
- Markaziy bankning oldida bitta aniq maqsad (target) bo‘lishi;
- Tijorat banklari balans passivida markaziy bankdan olgan kreditlar salmog‘i.

2- bosqich

- 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.

Valyuta kanali

2- bosqich

- mamlakatning eksport salohiyati;
- mahalliy bozorlarda import tovarlarining ulushi;
- asosiy kapitalga kiritayotgan investitsiyalar tarkibida xorijiy investitsiyalar va kreditlar ulushi;
- bank tomonidan berilgan kreditlar tarkibida xorijiy valyutadagi kreditlarning ulushi;
- kredit tashkilotlaridagi yuridik va jismoniy shaxslarning chet el valyutasidagi depozitlarning umumiy depozitlardagi ulushi.

Bank kredit kanali

1- bosqich

- tijorat banklari aktivlarida kreditlarining ulushi;
- sekyuritizasiya bozorining rivojlanganligi;
- mamlakatda bank tizimining rivojlanganlik darajasi;
- bank kredit shartnomalarining xususiyatlari;
- xorijiy banklarning mamlakat bank tizimidagi ulushi;
- tijorat banklari likvidlilik hamda kapital yetarlilik darajalari.

2- bosqich

- xususiy sektorga ajratilgan kreditlarning katta ulushi kichik va o‘rta banklarga to‘g‘ri kelishi;
- bank kreditlaridan boshqa alternativ moliyalashtirish manbalarining iloji yo‘q bo‘lgan korxonalarining umumiy korxonalaridagi ulushi;
- bank kreditlarini olishda barcha korxonalar teng imkoniyat ega emasligi.

Monetar siyosat transmission mexanizmi kanallari faoliyatini empirik tahlil qilishning metodologik asoslari sifatida quyidagilarni keltiramiz.

Ekonometrik tahlil metodologiyasida ARIMA (avtoressiv integratsiyalashgan harakatlanuvchi o‘rtacha), VAR (vektor avtoressiya modeli), VECM (vektor xatosini tuzatish modeli) modellari keng qo‘llaniladi. Ushbu

modellar bilan bir qatorda BVAR (Bayesian vektor avtoregressiyasi) va SVAR (strukturaviy vektor avtoregressiyasi) modellari takomillashtirilmoqda, ular aniq qisqa muddatli prognozlarni taqdim eta oladi.

VAR modeli - bu bir qancha o'zgaruvchilar o'rtasidagi munosabatlarni ma'lum vaqt davomida o'zgartirish orqali aniqlash uchun ishlatiladigan model. VAR modeli bir nechta vaqt seriyalarining dinamikasini ifodalaydi, ushbu seriyaning joriy (joriy) qiymati oldingi davrlardagi vaqt seriyalarining qiymatlariga bog'liq (lag). VAR modeli ekonometrik tenglamalardan iborat bo'lib, ularning har biri avtoregressiya va oldingi taqsimot modeli (ADL). y^i , $i = 1, 2, \dots, k$ - i davrda vaqtlar qatorini anglatrsa, i vaqtlar qatorini o'ziga qamragan ADL modeli quyidagicha ko'rinishga ega bo'ladi.

$$y_t^i = a_0^i + \sum_{j=1}^k a_{1j}^i \cdot y_{t-1}^j + \sum_{j=1}^k a_{2j}^i \cdot y_{t-2}^j + \dots + \sum_{j=1}^k a_{pj}^i \cdot y_{t-p}^j + \varepsilon_t^i$$

Biroq modelni vektor-matritsa shaklida yozish qulayroqdir. Buning uchun $y_t = (y_t^1, y_t^2, \dots, y_t^k)$ vektor vaqt qatorini olamiz. Bunday holda, yuqoridagi tenglamani har bir vaqt qatori uchun quyidagi yagona tenglama yordamida bir butun sifatida ifodalashimiz mumkin.

$$y_t = a_0 + A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + A_p y_{t-p} + \varepsilon_t = a_0 + \sum_{m=1}^p A_m y_{t-m} + \varepsilon_t$$

Bu yerda $A_m - a_{mj}^i$ elementlaridan tashkil topgan matritsa. Bu tenglama r qatorli vektorli avtoregressiv modeldir.

Ushbu vektor avtoregressiya tenglamasining matritsa ko'rinishi:

$$\begin{pmatrix} y_{1,t} \\ y_{2,t} \\ \vdots \\ y_{k,t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} a_{0,1} \\ a_{0,2} \\ \vdots \\ a_{0,k} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} a_{1,1}^1 & a_{1,2}^1 & \dots & \dots & a_{1,k}^1 \\ a_{2,1}^1 & a_{2,2}^1 & \dots & \dots & a_{2,k}^1 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ a_{k,1}^1 & a_{k,2}^1 & \dots & \dots & a_{k,k}^1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_{1,t-1} \\ y_{2,t-1} \\ \vdots \\ y_{k,t-1} \end{pmatrix} + \dots \\ + \begin{pmatrix} a_{1,1}^p & a_{1,2}^p & \dots & \dots & a_{1,k}^p \\ a_{2,1}^p & a_{2,2}^p & \dots & \dots & a_{2,k}^p \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ a_{k,1}^p & a_{k,2}^p & \dots & \dots & a_{k,k}^p \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_{1,t-p} \\ y_{2,t-p} \\ \vdots \\ y_{k,t-p} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{1,t} \\ \varepsilon_{2,t} \\ \vdots \\ \varepsilon_{k,t} \end{pmatrix}$$

Vektorli avtoregressiya modelida faqat oldingi vaqt qatoridagi o'zgarishlarning ta'siri yuqoridagi matritsa shaklida ifodalanadi.

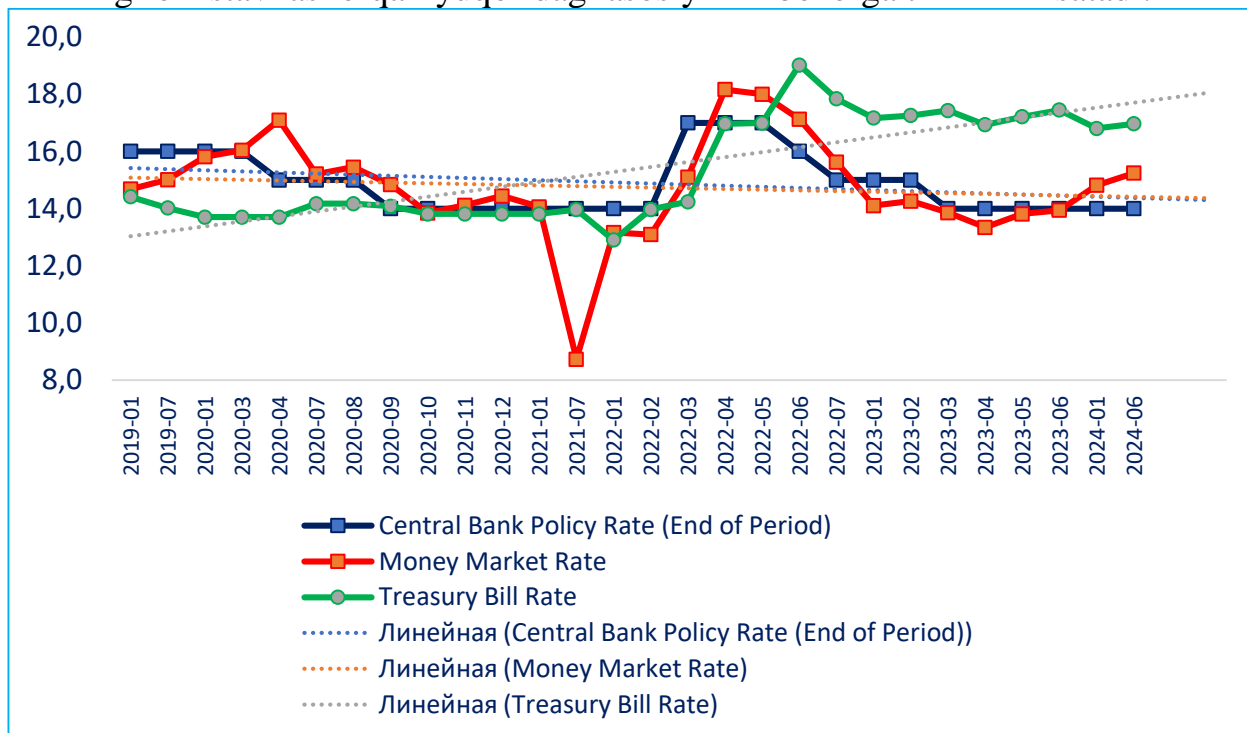
Struktural VAR (SVAR) modeli an'anaviy VAR (Vector Autoregression) modeliga nisbatan bir nechta ustunliklarga ega. Ushbu ustunliklar asosan iqtisodiy o'zgaruvchilar o'rtasidagi bog'liqlikning aniqroq va asosliroq tahlilini ta'minlash bilan bog'liq.

Dissertatsiya ishining **“Transmission mexanizm foiz kanali samaradorligini qiyosiy va empirik baholash”** deb nomlangan uchinchi bobida transmission mexanizm fozi kanalining qiyosiy tahlili, foiz kanalini bozor foiz stavkalariga

ta'sirining ekonometrik tahlili, hamda foiz kanalini iqtisodiyotga ta'sirining ekonometrik tahlili kabi jihatlariga tadqiq etilgan.

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.

Markaziy bankda indikativ foiz stavkaning bo'lishi asosan pul bozorida 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.



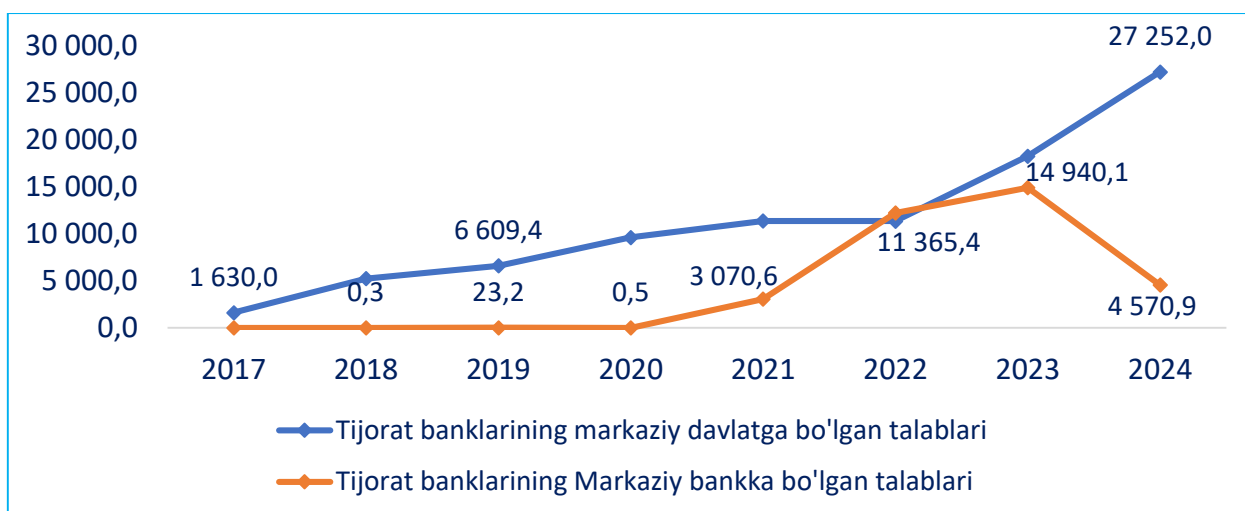
1-rasm. Markaziy bank asosiy foiz stavkasi bilan pul bozori foizi va DQQ foizlari o'rtasidagi bog'liqlik⁷

Tahlil natijalariga ko'ra, Markaziy bank asosiy foiz stavkasi bilan pul bozorida foiz stavka o'rtasidagi korrelyatsiya $\rho = 0,60$ ga tengligi va bu bog'liqlik kuchli ekanligi aniqlandi. Shu bilan birga Markaziy bank asosiy foiz stavkasi va pul bozorida foiz stavkalarining trendi ham bir-biriga juda yaqin bo'lmoqda.

Ammo Markaziy bankning asosiy foiz stavkasi bilan davlat qimmatli qog'ozlari foizlari o'rtasidagi korrelyatsiya $\rho = -0,14$ ga tengligi va bu bilan ular o'rtasida bog'liqlik mavjud emasligi aniqlandi. 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 valyutada depozit foizlari bilan korrelyatsiyasi $\rho = -0,01$ ga tengligi ular o'rtasida bog'liqlik yo'qligidan dalolat beradi.

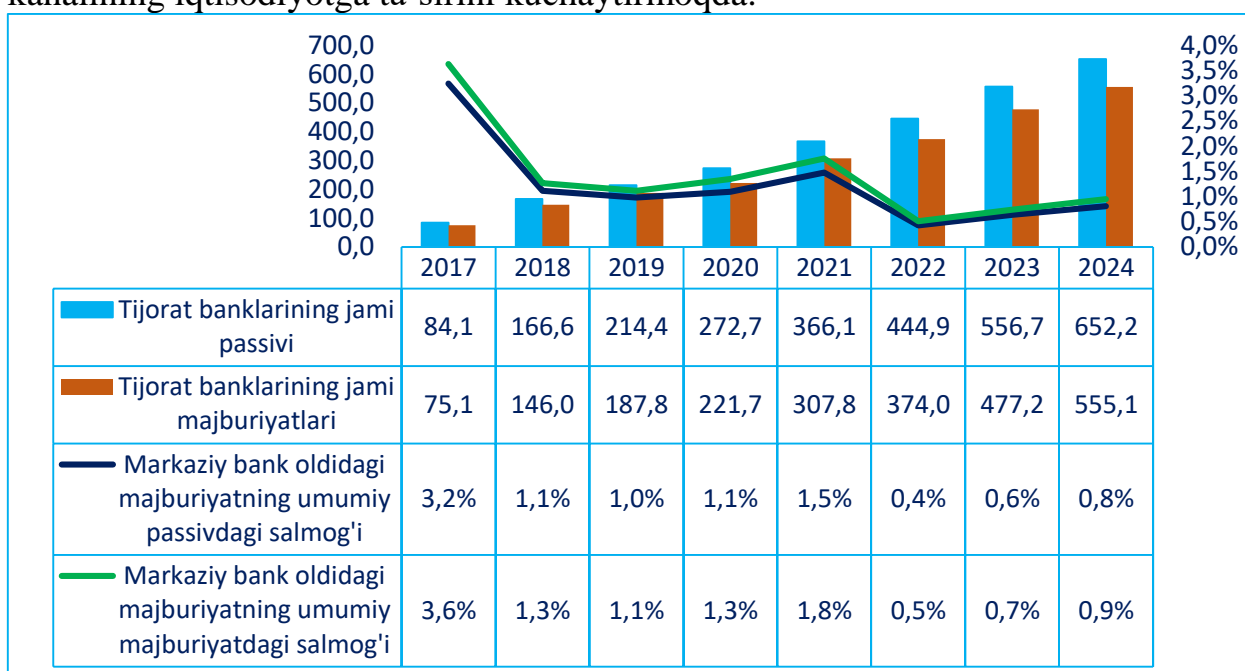
Tahlil natijalariga ko'ra, markaziy hukumatning tijorat banklari oldidagi majburiyatlari oshib bormoqda. Xususan, 2019 yilda markaziy hukumatning tijorat banklari oldidagi majburiyati 6609,4 mlrd.so'mni tashkil etgan bo'lsa, 2024 yil boshida bu ko'rsatkich 27252,0 mlrd.so'mni tashkili qilgan.

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



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

Xulosa sifatida aytishimiz mumkinki, 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'lamining oshib borishi transmission mexanizm foiz kanalining iqtisodiyotga ta'sirini kuchaytirmoqda.



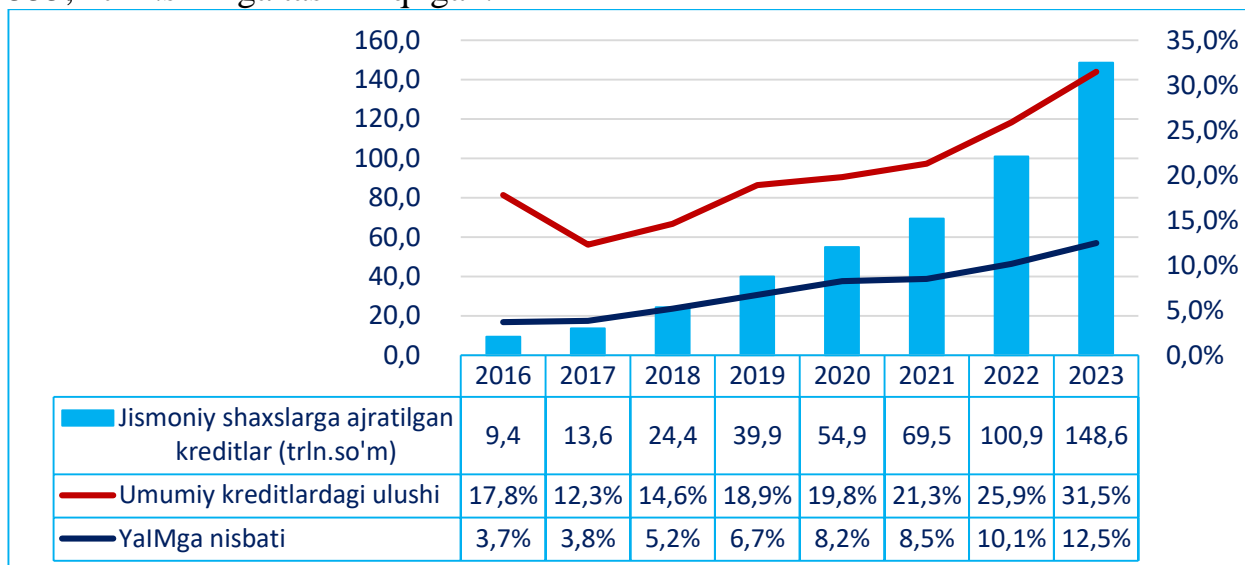
3-rasm. Markaziy bankning bank tizimiga bo'lgan talabi⁹

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

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

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

bo'lsa, 2024-yil 1-yanvar holatiga sakkich barobarga yaqin oshgan holda 555,1 trln.so'mga tashkil qilgan.



4-rasm. Jismoniy shaxslarga ajratilgan kreditlari holati¹⁰

Tahlil natijalariga ko'ra, jismoniy shaxslarga ajratilgan kreditlarning YaIMga nisbati ham sezilarli oshgan. Xususan, 2016 yilda jismoniy shaxslarga ajratilgan kreditlarning YaIMga nisbati 3,7 foizni tashkil qilgan bo'lsa, 2023 yilda bu ko'rsatkich 12,5 foizni tashkil qilmoqda.

Markaziy bank transmission mexanizmi foiz kanalining iqtisodiyotga ta'sirining kuchli bo'lishi qisqa muddatda narx darajasi va aholining ish xaqi keskin tebranmasligiga juda bog'liqdir. Agar narx darajasi va aholi ish xaqi keskin tebransa, foiz kanali orqali tijorat banklari kreditlari foiziga ta'sir va provardida iqtisodiyotdagi yalpi talabga ta'siri sust bo'ladi.

1-jadval

Aholi daromadlari va inflyatsiya darajasining tasviriy statistikasi¹¹

	Aholining nominal daromadi	Aholining real daromadi	Inflyatsiya
Mean	13.24226	5.985995	10.05071
Median	9.593344	5.762929	9.250000
Maximum	33.09274	9.368384	18.80000
Minimum	2.819023	2.819023	5.600000
Std. Dev.	9.849711	2.113258	3.894632
Observations	14	14	14

2016-2024-yillarda esa iqtisodiy islohotlar, xususan valyuta siyosatining erkinlashtirilishi, naqd pul muammosining hal etilishi natijasida inflyatsiya darajasi keskin o'zgardi.

Aholi daromadlari va inflyatsiya darajasining tasviriy statistikasidan ko'rishimiz mumkinki, aholi nominal daromadining o'rtacha ko'rsatkichi 2010-2023 yillar oralig'ida 13,24 mln.so'mni tashkil etgan bo'lsa, uning tebranishi 2,81 mln.so'mdan 33,09 mln.so'mgacha bo'lgan. Shuningdek, aholi nominal daromadlarining o'rtachadan chetlashish darajasi 9,85 mln.so'mni tashkil qilgan.

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

¹¹ O'zbekiston Respublikasi Prezidenti huzridagi statistika qo'mitasining rasmiy ma'lumotlari asosida muallif ishlanmasi.

Quyida, transmission mexanizm foiz kanalining bozor foiz stavkalariga ta'sirini empirik tahlil qilamiz. Bunda, tijorat banklarida jismoniy shaxslardan jalb qilgan qisqa muddatli depozitning real foiz stavkasi ($STDR\ of\ Ind_t$), jismoniy shaxslarga ajratilgan qisqa muddatli kreditlarning real foiz stavkasi ($STLR\ of\ Ind_t$), yuridik shaxslardan jalb qilgan qisqa muddatli depozitning real foiz stavkasiga ($STDR\ of\ LegEnt_t$) va yuridik shaxslarga ajratilgan qisqa muddatli kreditlarning real foiz stavkalariga ($STLR\ of\ LegEnt_t$) endogen omillarning, ya'ni Markaziy bank real asosiy foiz stavkasi (INR_t) va pul bozorida real foizining (MMR_t) ta'sirlarini tahlil qilamiz. Tanlangan ko'rsatkichlar 2019M01-2024M06 davrlarga to'g'ri keladi.

2-jadval

Foiz kanalining moliya bozoriga ta'siri bo'yicha SVAR modeli natijasi.

Vector Autoregression Estimates (with restrictions)

	<i>STDR of Ind</i>	<i>STDR of LegEnt</i>	<i>STLR of Ind</i>	<i>STLR of LegEnt</i>
INR (-1)	0.328630 (0.13702) [2.39833]	0.143789 (0.22355) [0.64320]	0.568988 (0.18266) [3.11499]	0.586190 (0.16923) [3.46389]
INR (-2)	-0.022812 (0.15040) [-0.15167]	0.061027 (0.24537) [0.24871]	0.540507 (0.20049) [2.69592]	0.085645 (0.18575) [0.46109]
INR (-3)	-0.045447 (0.13034) [-0.34867]	0.234860 (0.21265) [1.10443]	0.152993 (0.17375) [0.88051]	0.110940 (0.16098) [0.68917]
MMR (-1)	0.358144 (0.07242) [4.94567]	0.154110 (0.11814) [1.30441]	0.099358 (0.09653) [1.02925]	0.246607 (0.08944) [2.75738]
MMR (-2)	0.204241 (0.08721) [2.34182]	0.035419 (0.14229) [0.24892]	0.210160 (0.11626) [1.80765]	0.286753 (0.10771) [2.66221]
MMR (-3)	0.152498 (0.07191) [2.12072]	0.051736 (0.11732) [0.44099]	0.109757 (0.09586) [1.14499]	0.015625 (0.08881) [0.17594]

Model natijasidan ko'rishimiz mumkinki, transmission mexanizm foiz kanalining moliya bozoriga ta'siri yuqori bo'lgan.

Ushbu tadqiqotimizda monetar siyosat transmission mexanizmi foiz kanalining maroiqtisodiy ko'rsatkichlarga, xususan yalpi ichki mahsulotga va inflyatsiya darajasiga ta'sirini tahlil qilamiz. Tahlilimizda bog'liq ko'rsatkich sifatida yalpi ichki mahsulot o'sishi ($LnGDP_t$), iqtisodiyotdagi inflyatsiya darajasining o'zgarishi ($LnCPI_t$), qisqa muddatli kreditlar foizining o'zgarishi ($LnSTLR_t$), hamda uzoq muddatli kreditlar foiz stavkasining o'zgarishi ($LnLTLR_t$) kabi ko'rsatkichlar olingan bo'lsa, mustaqil o'zgaruvchilar sifatida Markaziy bank asosiy foiz stavkasi o'zgarish ($LnINR_t$) va muomaladagi pul massasining o'zgarishi

($LnM2_t$) olingan. Ko'rsatkichlar 2017q1 davrga nisbatan real qiymatga o'tkazilgan, hamda tahlil davri 2003q1-2024q2 oraliqni o'z ichiga olgan.

3-jadval

Transmission mexanizm foiz kanalining iqtisodiyotga ta'siri borasida SVAR modeli natijasi.

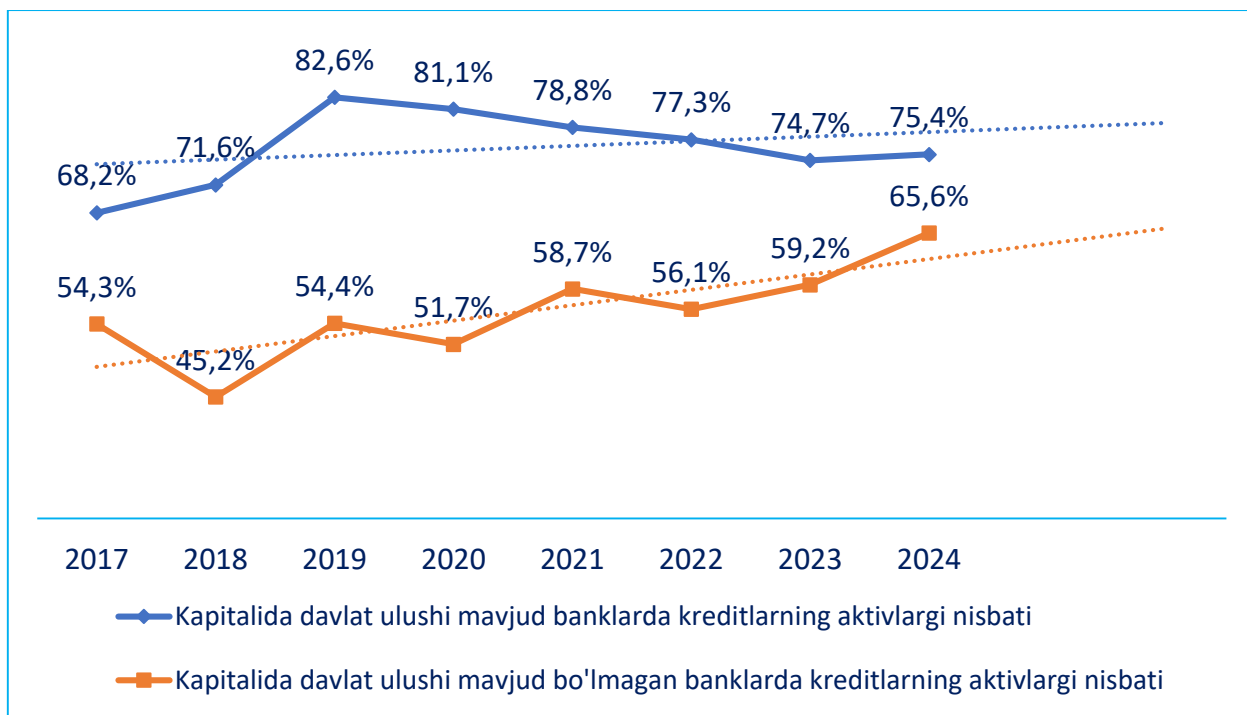
	$LnSTLR_t$	$LnLTLR_t$	$LnCPI_t$	$LnGDP_t$
$LnINR_t$ (-1)	0.994155 (0.14531) [6.84183]	0.457437 (0.19126) [2.39168]	-1.325805 (0.13706) [-9.67331]	0.282880 (0.10154) [2.78583]
$LnINR_t$ (-2)	0.767459 (0.22618) [3.39311]	0.106239 (0.29772) [0.35684]	-0.982307 (0.21334) [-4.60434]	0.187724 (0.15806) [1.18768]
$LnINR_t$ (-3)	0.292731 (0.20055) [1.45964]	-0.286302 (0.26398) [-1.08456]	-0.632266 (0.18917) [-3.34235]	-0.043911 (0.14015) [-0.31332]
$LnM2_t$ (-1)	0.231708 (0.15582) [1.48699]	0.037026 (0.20511) [0.18052]	-0.272833 (0.14698) [-1.85626]	-1.670551 (0.10889) [-15.3413]
$LnM2_t$ (-2)	-0.309784 (0.22961) [-1.34918]	-0.150332 (0.30223) [-0.49741]	0.409257 (0.21658) [1.88966]	0.811678 (0.16046) [5.05858]
$LnM2_t$ (-3)	0.094092 (0.08279) [1.13653]	0.109125 (0.10897) [1.00140]	-0.196519 (0.07809) [-2.51658]	-0.126892 (0.05785) [-2.19330]

Model natijasidan ko'rishimiz mumkinki, Markaziy bank foiz kanalining iqtisodiyotga ta'siri, xususan inflyatsiya darajasini pasaytirishga ta'siri yuqori bo'lmoqda. Ammo foiz kanalining yalpi ishlab chiqarishga ta'siri sezilarsiz bo'lmagan.

Dissertatsiya ishining **“Transmission mexanizm bank kredit kanali faoliyatining amaldagi holati tahlili”** deb nomlangan to'rtinchi bobida transmission mexanizm bank kredit kanalining qiyosiy tahlili, bank tizimi barqarorligining bank kredit kanali samaradorligiga ta'siri, hamda transmission mexanizm bank kredit kanalining ekonometrik tahlili kabi jihatlarga tadqiq etilgan.

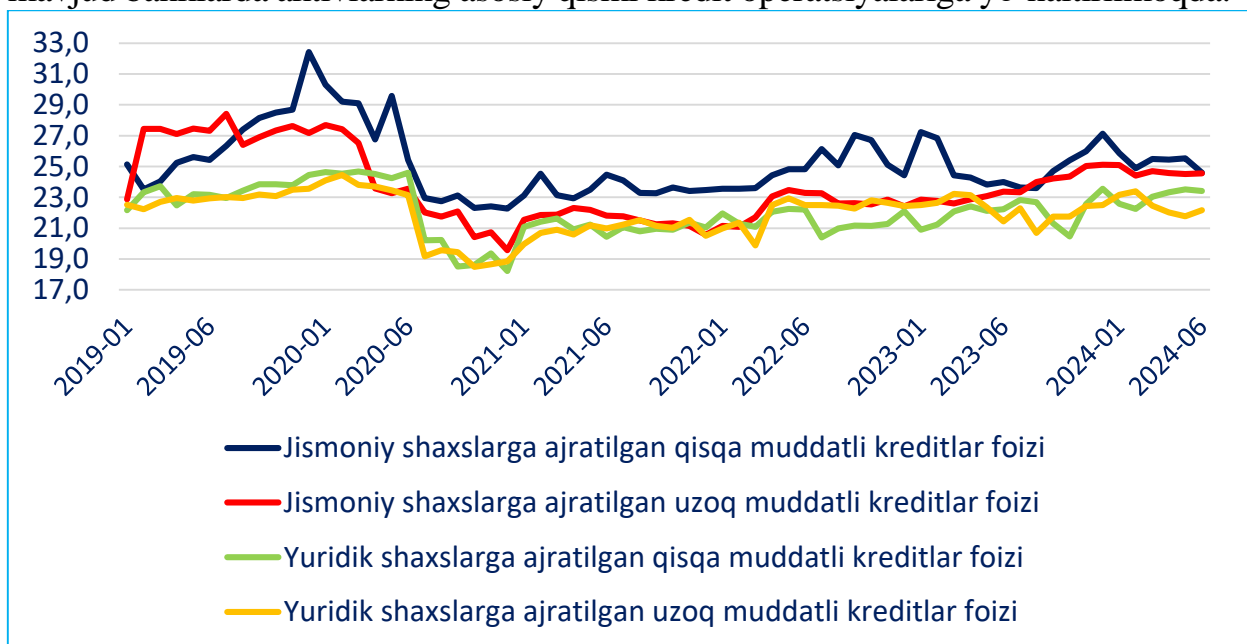
Foiz stavka kanali samarali faoliyat yuritishi uchun moliya bozori yuqori darajada rivojlangan va raqobatga ega bo'lishi kerak. Shuningdek, moliya bozori shunday samarali ishlashi kerakki bunda monetar siyosatdagi foiz stavka o'zgarishi real iqtisodiyot va yalpi ichki mahsulotga ta'sir etishi sezilarli bo'lishi lozim. Ammo moliya bozori ayrim davlatlarda sust taraqqiy etgan bo'lib, bunda foiz stavka o'zgarishining real iqtisodiyotga ta'siri sezilarsiz bo'ladi.

Bank kreditlari iqtisodiyotni rivojlantiruvchi asosiy elementlardan biri ekanligi bilan bir vaqtda ushbu bank kreditlarining qancha qismi real sektorga ajratilganligi ham muhimdir.



5-rasm. Mulkchilik shakliga ko‘ra tijorat banklarida kreditlarning aktivlardagi ulushi¹² (1-yanvar holatiga)

Rasmdagi ma’lumotlardan ko‘rishimiz mumkinki, kapitalida davlat ulushi mavjud banklarda aktivlarning asosiy qismi kredit operatsiyalariga yo‘naltirilmoqda.



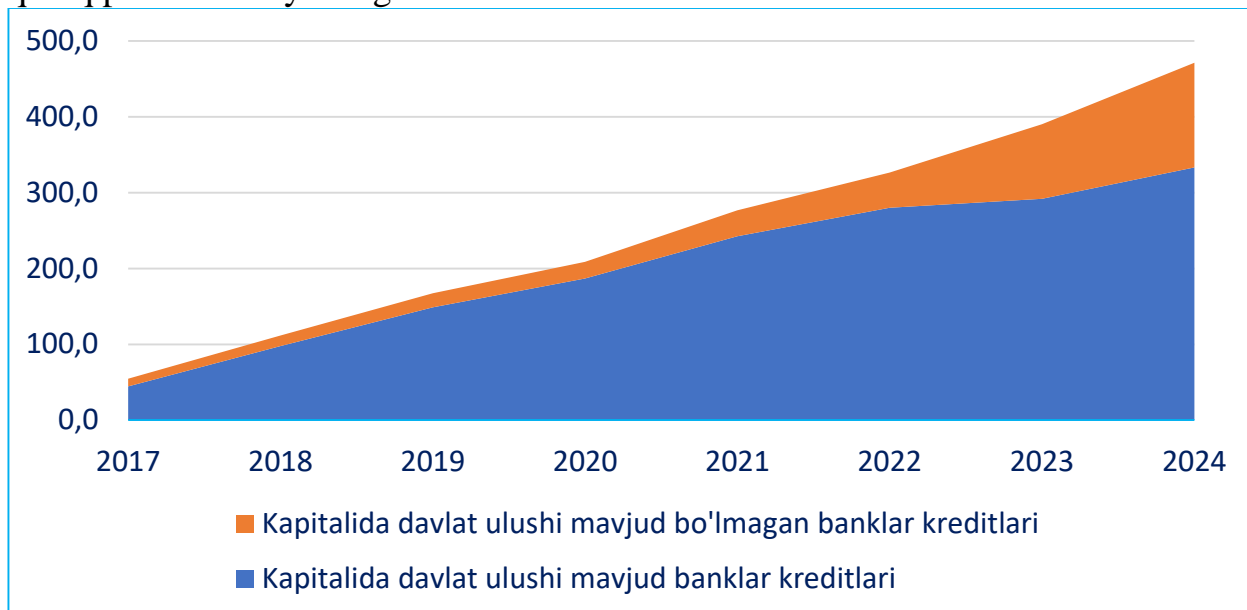
6-rasm. Kredit foizlarining o‘zgarish tendensiyalari.¹³

Banklar tomonidan yuridik shaxslarga ajratilayotgan kreditlar foizi ham yuqoriligicha qolmoqda. Xususan, yuridik shaxslarga ajratilayotgan qisqa muddatli kreditlar foizi 2019-yil boshida 22,2 foiz bo‘lgan bo‘lsa, 2020-yil boshiga kelib 25,0 foizgacha ko‘tarilgan. Bugungi kunga kelib esa bu foiz 23,4 foizni tashkil qilmoqda.

¹² O‘zbekiston respublikasi Markaziy bankining rasmiy sayti www.cbu.uz ma’lumotlari asosida muallif ishlanmasi.

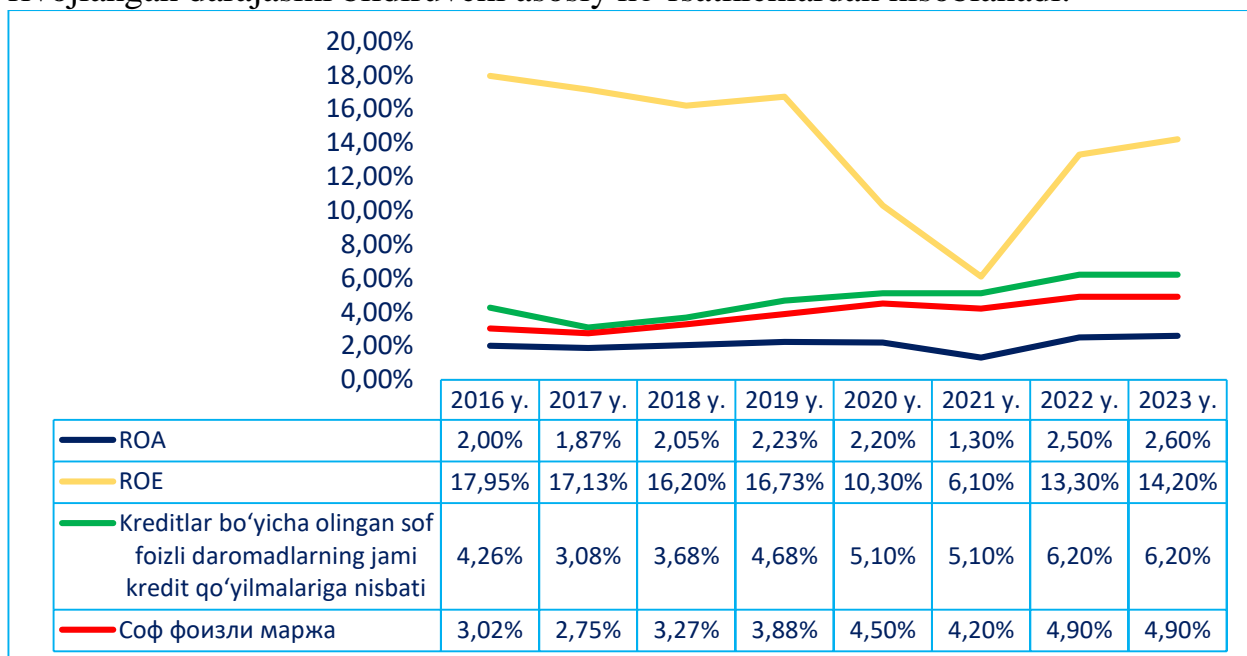
¹³ O‘zbekiston respublikasi Markaziy bankining rasmiy sayti www.cbu.uz ma’lumotlari asosida muallif ishlanmasi.

Transmission mexanizm bank kredit kanali samaradorligiga xususi sektorga ajratilgan kreditlarning katta ulushi kichik va o‘rta banklarga to‘g‘ri kelishi kabi omilni baholashdan muhim masalalardan biridir. Bunga sabab Markaziy bankning qattiq pul-kredit siyosatiga asosan kichik va o‘rta banklar ta’sirchan hisoblanishadi.



7-rasm. Mulkchilik shakliga ko‘ra banklar toifasi tomonidan ajratilgan kreditlar dinamikasi¹⁴ (trln.so‘mda, 1-yanvar holatiga)

Tahlil ma’lumotlaridan ko‘rishimiz mumkinki, iqtisodiyotga ajratilayotgan kreditlarning katta qismi kapitalida davlat ulushi mavjud banklar tomonidan ajratilmoqda. Bank tizimi rentabelligi va daromadlilik holati banklarning rivojlangan darajasini bildiruvchi asosiy ko‘rsatkichlardan hisoblanadi.



8-rasm. Bank tizimi rentabelligi va daromadlilik holati¹⁵

Yuqoridagi ma’lumotlardan xulosa qilishimiz mumkinki, bank daromadlilikini bildiruvchi ko‘rsatkichlar oxirgi sakkiz yilda sezilarsiz o‘zgargan. Shuningdek,

¹⁴ O‘zbekiston respublikasi Markaziy bankining rasmiy sayti www.cbu.uz ma’lumotlari asosida muallif ishlanmasi.

¹⁵ O‘zbekiston respublikasi Markaziy bankining rasmiy sayti www.cbu.uz ma’lumotlari asosida muallif ishlanmasi.

oxirgi sakkiz silda bank kreditlari foizi (chunki bank kreditlari banklarga asosiy foyda keltiruvchi operatsiyadir) ikki barobarga oshgan bo'lsada, ammo ulardagi rentabellik darajalari, kreditlar bo'yicha olingan sof foizli daromadlarining jami kredit qo'yimalardagi ulushi, sof foizli marja bunchalik oshmagan.



**9-rasm. Mamlakatimiz bank tizimida likvid resurslar holati¹⁶
(mlrd.so'mda, 1-yanvar holatiga)**

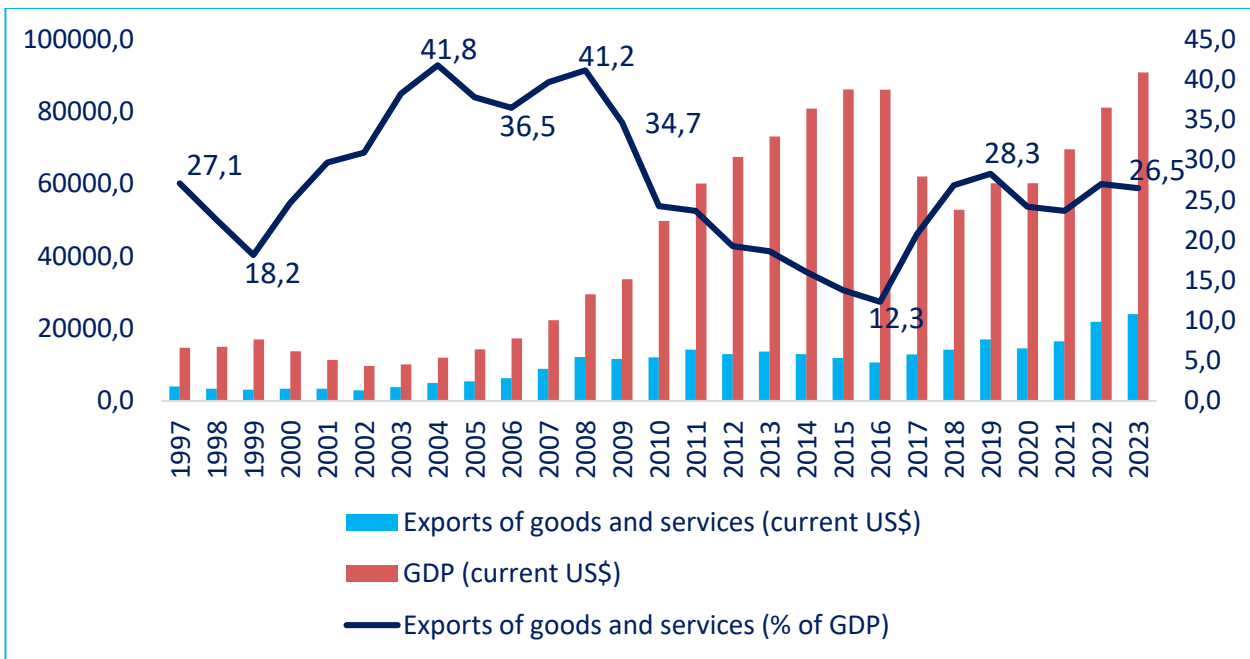
Bank likvidlilik darajasi ham bank kredit kanali samaradorligiga ta'sir qilishini inobatga oladigan bo'lsak, O'zbekiston bank tizimida oxirgi yillarda tijorat banklarida ortiqcha likvidlilik darajasi qisman bo'lsada oshgan.

Dissertatsiya ishining beshinchi bobi "**Transmission mexanizm valyuta kanali samaradorligining qiyosiy va empirik tahlili**" deb nomlangan bo'lib, unda monetar siyosat transmission mexanizm valyuta kanali samaradorligining qiyosiy tahlili, valyuta kanalining bank tizimiga ta'sirining ekonometrik tahlili, hamda valyuta kanalining iqtisodiyotga ta'sirining ekonometrik tahlili kabi jihatlarga tadqiq etilgan.

Valyuta kursi kanalining makroiqtisodiy ko'rsatkichlarga ta'sir samaradorligini baholashda mamlakat eksporti va uning YaIMdagi ulushi ahamiyatlidir. Chunki valyuta kursi o'zgarishi to'g'ridan eksport hajmiga ta'sir etishi bizga ma'lum hamda ularning YaIMdagi ulushiga qarab valyuta kursi kanalining inflyatsiya va ishsizlik darajasiga hamda ishlab chiqarish ko'rsatkichlariga ta'sir kuchi aniqlanadi. O'zbekiston davlatining ichki va tashqi iqtisodiy holatini tahlil qilganda, tahlil davrini shartli ravishda to'rt qismga bo'lsak bo'ladi. Dastlabki qismda, ya'ni 1997-1999-yillardagi vaziyatni olamiz.

Biz yuqorida Markaziy bank valyuta kursi kanalining markoiqtisodiy ko'rsatkichlarga ta'sirida eksportning o'rni haqida fikr bildirdik. Davlat eksporti bilan bir qatorda transmission mexanizm valyuta kanali samaradorligiga mamlakatdagi importi salohiyatining ham ta'siri katta.

¹⁶ O'zbekiston respublikasi Markaziy bankining rasmiy sayti www.cbu.uz ma'lumotlari asosida muallif ishlanmasi.



10-rasm. Uzbekistonning export salohiyati (mln. AQSh dollarida)¹⁷

Mamlakat importining o‘zgarishi bizning milliy daromadimizga bog‘liq. Agar milliy daromad oshsa bizning importimiz ham oshadi va aksincha milliy daromad kamaysa importga bo‘lgan talab ham kamayadi. Chunki aholining xarid qilish qobiliyatidan kelib chiqqan xolda import tovarlar hajmi o‘zgaradi.



11-rasm. Uzbekistonning import salohiyati (mln. AQSh dollarida)¹⁸

O‘zbekiston davlatining import hajmining o‘zgarishini tahlil qilganda, bunda ham huddi export hajmi o‘zgarishini tahlil qilgan kabi, tahlil davrini shartli ravishda to‘rt qismga bo‘lsak bo‘ladi.

2017-yildan xalqaro iqtisodiy aloqalarning yaxshilanishi korxonalar tomonidan asosiy kapitalga kiritilayotgan investitsiyalar tarkibiga ham sezalarli ta’sir ko‘rsatgan.

¹⁷ <https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS> ma’lumotlari asosida muallif ishlanmasi.

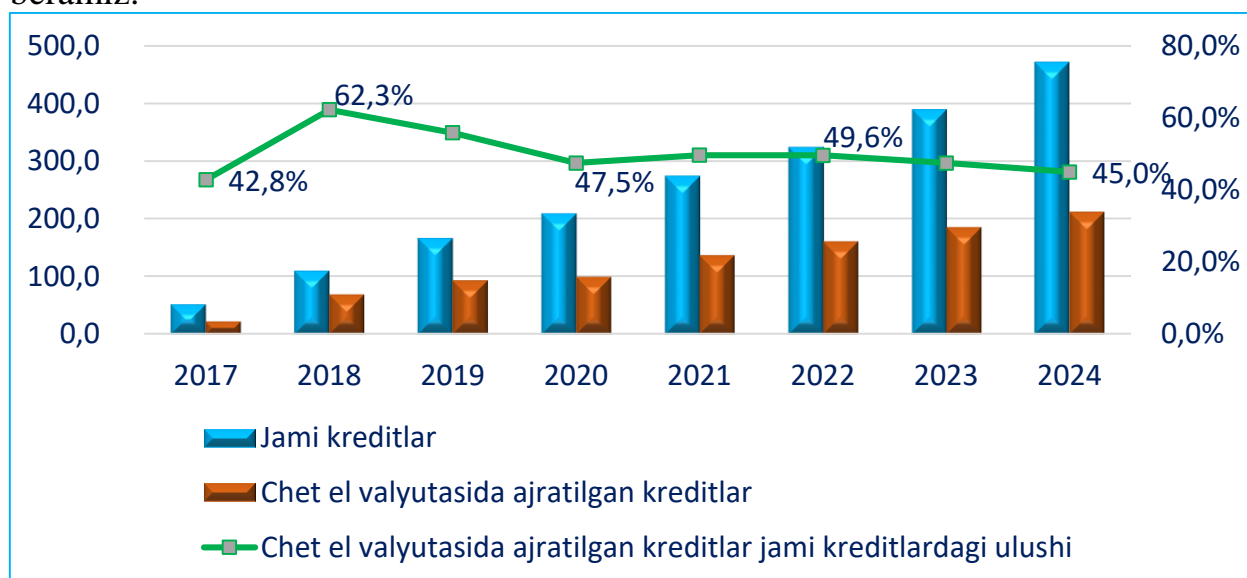
¹⁸ <https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS> ma’lumotlari asosida muallif ishlanmasi.



12-rasm. Asosiy kapitalga investitsiyalar hajmi va unda chet el investitsiyalari va kreditlari ulushi¹⁹

Tijorat banklari tomonidan xorijiy valyutada jismoniy va yuridik shaxslarga kredit ajratish transmission mexanizm valyuta kanali faoliyati samaradorligi bildiruvchi vositalardan biri hisoblanadi. Transmission mexanizm valyuta kanalida valyuta kursini o'zgartirish orqali tijorat banklarining xorijiy valyutadagi kreditlar hajmiga ta'sir etadi.

Tahlilimizda tijorat banklarining xorijiy valyutadagi kreditlarining umumiy kreditlaridagi ulushi orqali Markaziy bank valyuta kursi kanali samaradorligiga baho beramiz.



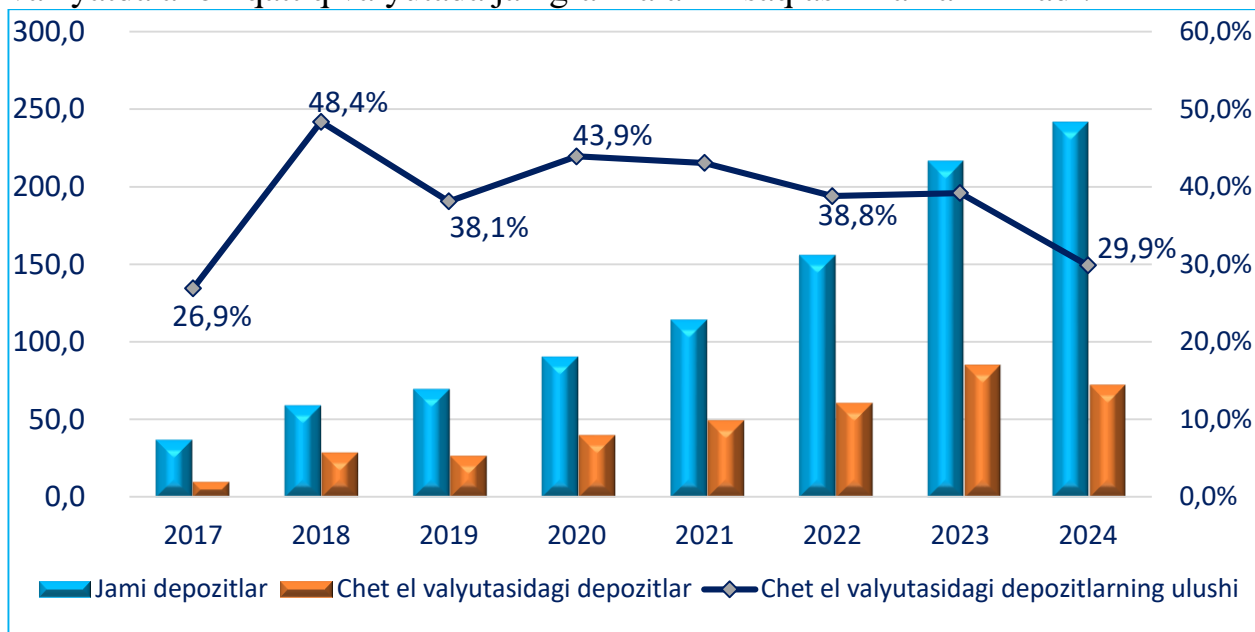
13-rasm. Banklar tomonidan chet el valyutasida ajratilgan kreditlar tendensiyasi (1 yanvar holatiga, trln.so'mda)²⁰

Transmission mexanizm valyuta kanali orqali yuridik va jismoniy shaxslarning banklarda qaysi valyutada depozit joylashtirish xohishiga ta'sir ko'rsata oladi. Agar Markaziy bank valyuta kursining katta intervalda tebranishiga

¹⁹ O'zbekiston Respublikasi Statistika qo'mitasining rasmiy ma'lumotlari asosida muallif ishlanmasi.

²⁰ O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankning rasmiy ma'lumotlari asosida muallif ishlanmasi.

yo‘l qo‘yib bersa, aholi milliy valyutadan o‘zida saqlashdan qochadi. Albatta bu vaziyatda aholi qattiq valyutada jamg‘armalarini saqlashni afzal ko‘radi.



14-rasm. Banklar tomonidan chet el valyutasida jalb qilgan depozitlari tendensiyasi (1 yanvar holatiga, trln.so‘mda)²¹

Biz ilmiy ishimizda valyuta kanalining makroiqtisodiy ko‘rsatkichlarga ta‘sirini empirik tahlil qilganmiz. Bunda valyuta kanali faoliyatidan kelib chiqib, milliy valyuta almashinuv kursining ($LnExR_t$), mamlakatimiz eksportining real hajmi o‘zgarishi ($LnExport_t$) va import hajmining real qiymati o‘zgarishlariga ($LnImport_t$) ta‘sirini ko‘rib chiqamiz. Tanlangan ko‘rsatkichlar choraklik ko‘rsatkichlar bo‘lib, 2005q1-2024q2 davr oralig‘ini o‘z ichiga oladi.

4-jadval

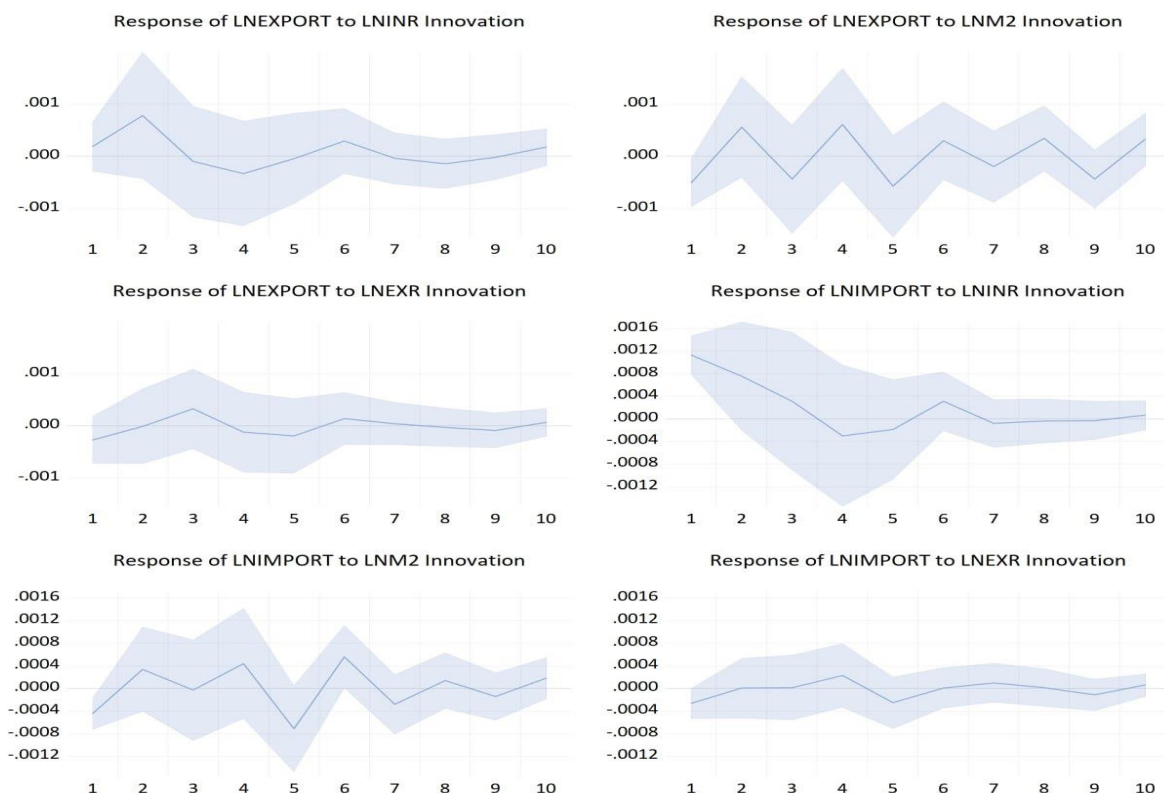
Transmission mexanizm valyuta kanalining savdo balansiga ta‘siri.

	$LnExR_t$	$LnExport_t$	$LnImport_t$
$LnExR_{t-1}$	-0.355001 (0.11980) [-2.96323]	-0.862852 (0.62689) [-1.37641]	-0.775474 (0.37169) [-2.08635]
$LnExR_{t-2}$	-0.275895 (0.11893) [-2.31979]	-0.180789 (0.62233) [-0.29050]	-0.805855 (0.36899) [-2.18397]
$LnExR_{t-3}$	0.062111 (0.11320) [0.54868]	-0.102521 (0.59234) [-0.17308]	-0.122435 (0.35121) [-0.34861]

Strukturaviy vektorli avtoregressiya modeli orqali transmission mexanizm valyuta kanalining savdo balansiga ta‘sirini tahlil qiladigan bo‘lsak, unda valyuta kanalining faqatgina import hajmiga ta‘siri statistik ahamiyatga ega bo‘lmoqda. SVAR model natijasida eransmission mexanizm valyuta kanalining savdo balansiga ta‘siri borasida impuls reaksiyasi quyida keltirilgan.

²¹ O‘zbekiston Respublikasi Markaziy bankning rasmiy ma‘lumotlari asosida muallif ishlanmasi

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations
95% CI using analytic asymptotic S.E.s



15-pacm. Makroiqtisodiy ko‘rsatkichlarning foiz kanaliga nisbatan impuls reaksiyasi

Strukturaviy vektorli avtoregressiya modelidagi impuls reaksiyadan ko‘rishimiz mumkinki, indikativ foiz stavka bilan muomaladagi pul massasi hajmining o‘zgarishiga eksport hajmining impulsi ijobiy bo‘lmoqda va bu impuls ikki chorak saqlanib qolmoqda. Shuningdek, milliy valyuta almashinuv kursi pasayishiga eksport hajmining impulsi ham ijobiy bo‘lib, bu ta’sir uch chorak saqlanib turibdi.

Dissertatsiya ishining **“Inflyatsion targetlash sharoitida transmission mexanizm kanallari faoliyatini takomillashtirish istiqbollari”** deb nomlangan oltinchi bobida transmission mexanizm kanallarining iqtisodiyotga ta’sirini, xususan foiz kanali, bank kredit kanali va valyuta kanallarining samaradorligini oshirish bilan bog‘liq bo‘lgan muammolar va ularni bartaraf etish qaratilgan ilmiy-uslubiy taklif va amaliy tavsiyalar ishlab chiqilgan.

Davlatimizda monetar siyosat transmission mexanizmini takomillashtirish jarayonida bir qator muammolar mavjud. Ushbu muammolarni quyidagicha umumlashtirish mumkin:

Moliyaviy bozorlarning zaifligi. mamlakatimizda moliyaviy bozorlar rivojlangan davlatlarga qaraganda zaifroq va nisbatan torroq bo‘lib, bu esa monetar siyosatning iqtisodiy faollikka ta’sir qilish imkoniyatlarini cheklaydi. Kredit bozorining o‘lchami kichikdir.

Qisqa va uzoq muddatli foiz stavkalari o‘rtasidagi bog‘liqlik zaifligi. Monetar siyosat orqali foiz stavkalari o‘zgarishi real iqtisodga yetib borishi uchun tijorat

banklari tomonidan qisqa muddatli stavkalar uzoq muddatli stavkalarga yetkazilishi lozim.

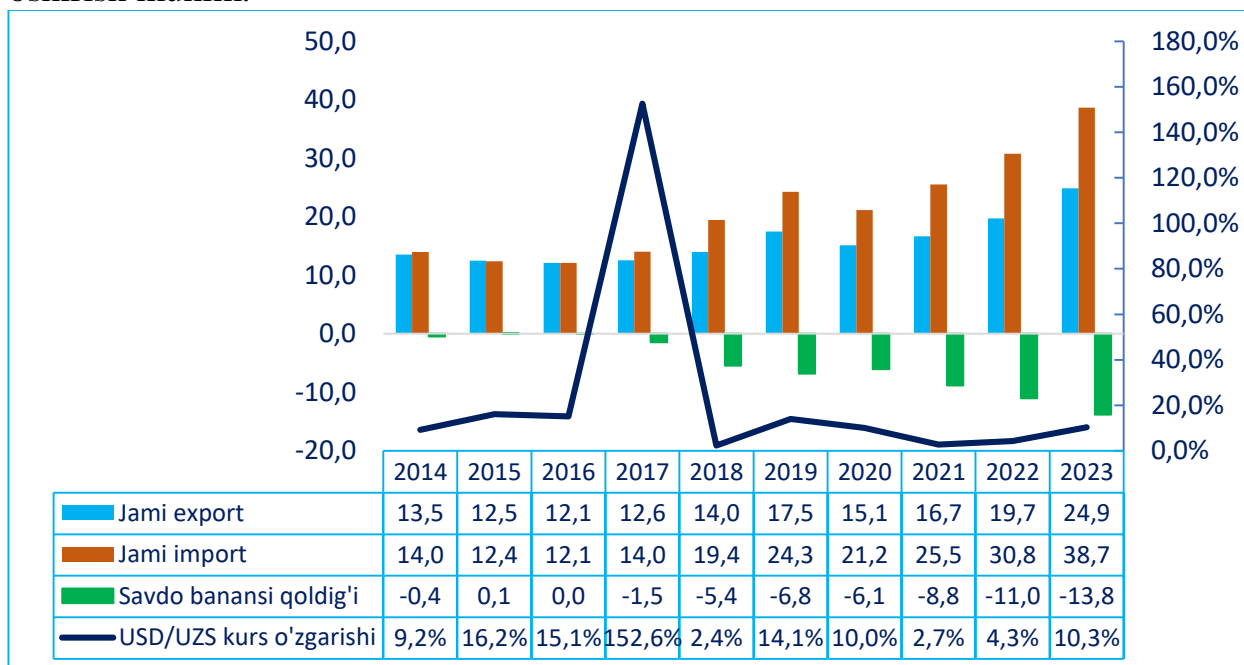
Valyuta kursiga bog‘liqlik. Odatda rivojlanayotgan davlatlarda mahalliy valyuta xalqaro bozorda mustahkam emas va kurslar keskin o‘zgarib turishi mumkin. Bu esa monetar siyosatni qo‘llashda cheklovlar qo‘yishi mumkin. Valyuta kursidagi tebranishlar inflyatsiyaga yoki valyuta rezervlarining kamayishiga olib kelishi mumkin.

Inflyatsiyaning yuqori darajada bo‘lishi. Rivojlanayotgan davlatlarda inflyatsiya darajasi odatda yuqori bo‘ladi, bu esa markaziy banklarning barqaror foiz siyosatini amalga oshirish imkoniyatini pasaytiradi. Inflyatsiyaning yuqori darajasi foiz stavkalarining tez o‘zgarishi orqali real iqtisodiy faoliyatga ta’sir qilish qiyinlashadi.

Ma’lumotlar va statistik kuzatuvlarning yetishmasligi. Monetar siyosatning samarasini aniqlash uchun ishonchli va zamonaviy iqtisodiy ma’lumotlar zarur. Rivojlanayotgan davlatlarda bunday ma’lumotlar yetarli emas, bu esa markaziy banklar uchun siyosat natijalarini oldindan baholashni qiyinlashtiradi.

Institutsional zaiflik va boshqaruvdagi kamchiliklar. Ko‘p rivojlanayotgan davlatlarda markaziy banklarning mustaqilligi past va monetar siyosat davlat siyosatidan ta’sirlangan bo‘ladi. Bu esa monetar siyosatning o‘z vaqtida va samarali qo‘llanilishini cheklaydi.

Bu muammolarni hal qilishda iqtisodiy islohotlar va moliyaviy sektorni rivojlantirish orqali markaziy banklarning samarali siyosat yuritish qobiliyatini oshirish muhim.



16-rasm. O‘zbekiston savdo balansi holati²²

2014-2016-yillarda savdo balansi qoldig‘i sezilarsiz bo‘lgan bo‘lsada, 2017-yildan savdo balansi borgan sari katta manfiy qoldiq kuzatilmoqda, garchi 2017-yildan milliy valyura kursi ikki barobatga yaqin devalvatsiya qilingan bo‘lsada. Statistik ma’lumotlarga ko‘ra, 2017-yilda savdo balansi defisiti

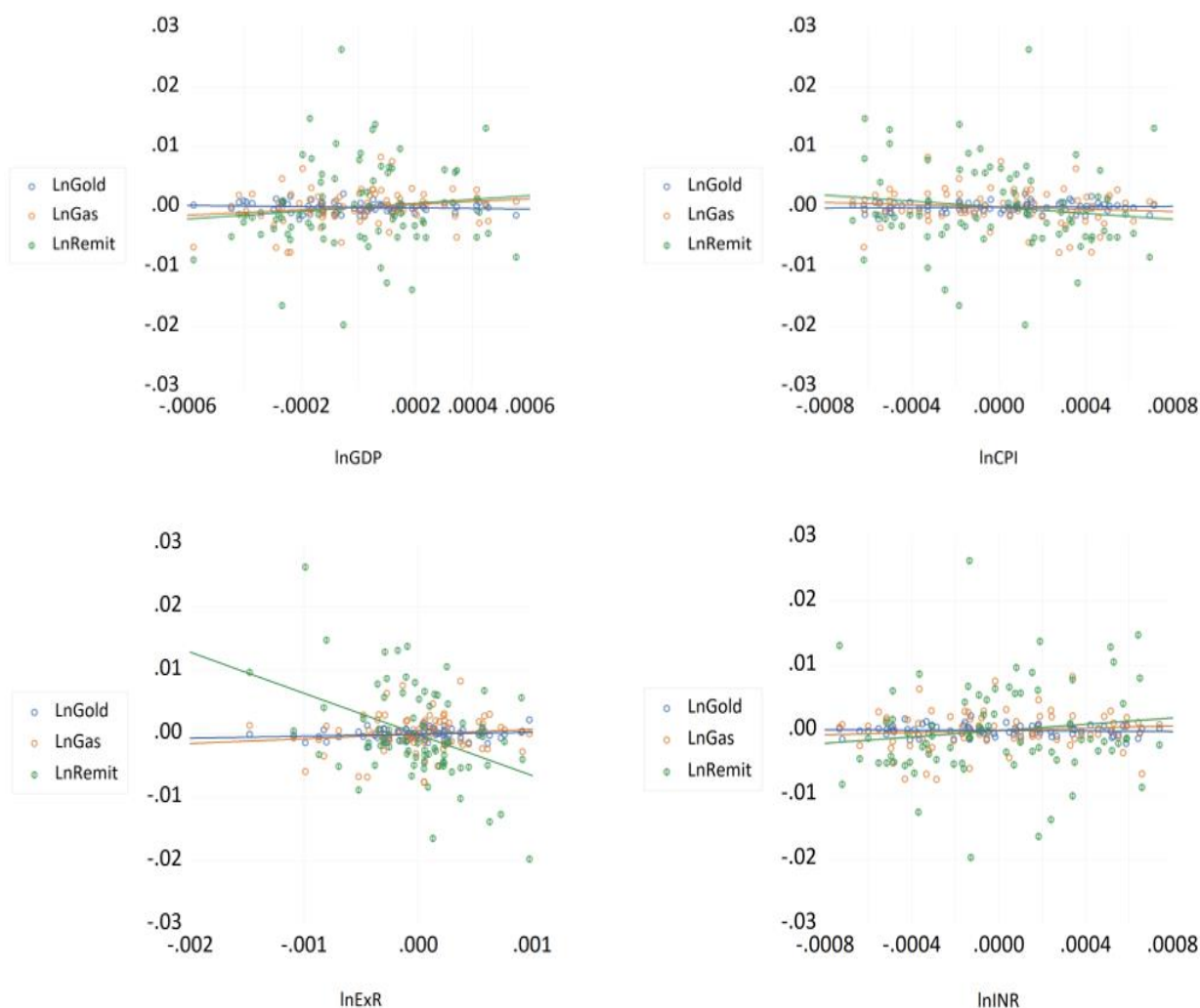
²² Ўзбекистон Республикаси Статистика агентлиги

1,5 mlrd.AQSh dollarini tashkil qilgan bo'lsa, 2023-yilda esa savdo balansi defisiti 13,8 mlrd.AQSh dollariga yetgan va bu oxirgi 30 yillik tariximizda eng katta defisit bo'lib qolmoqda.

Tahlilda tashqi iqtisodiyot sifatida narxi jahon bozorida belgilanadigan oltin, gaz narxlaridagi o'zgarishlarning, hamda tashqi mehnat kuchi migratsiyasining chiki iqtisodiyotga va mustaqil monetar siyosat yuritishga ta'siri ko'rib o'tilgan.

Tahlilda tanlangan ko'rsatkichlar sifatida tashqi faktorlardan jahon bozorida oltin narxining o'zgarishi ($LnGold_t$), tabiiy gaz narxining o'zgarishi ($LnGas_t$), hamda rezidentlar va norezidentlar o'rtasidagi tovar, xizmat, moliyaviy yoki boshqa aktiv evaziga iqtisodiy qiymatga ega bo'lgan boshqa obyektning olmagan holda (ish haqi to'lovlari) transfertlarni to'lovlari ($LnRemit_t$) olingan bo'lsa, ushbu ko'rsatkichlarning ichki iqtisodiyotga ta'siri sifatida qisqa muddatli indikativ foiz stavka ($LnINR_t$), milliy valyuta almashinuv kursi o'zgarishi ($LnExR_t$), yalpi ishlab chiqarish o'zgarishi ($LnGDP_t$), hamda ichki iqtisodiyotdagi inflyatsiya darajasining o'zgarishi ($LnCPI_t$) tanlab olingan.

Tahlilimizning navbatdagi bosqichida ko'rsatkichlarning korrelyatsiya matrisasini aniqlaymiz.



17-rasm. Ko'rsatkichlarning korrelyatsiya matrisasi

**Tashqi faktorlarning ichki iqtisodiyotga va moneta siyosatga ta'sirini
ifodalovchi SVAR modeli.**

Vector Autoregression Estimates (with restrictions)

	<i>LnGold_t</i>	<i>LnGas_t</i>	<i>LnRemit_t</i>	<i>LnINR_t</i>	<i>LnExR_t</i>	<i>LnGDP_t</i>	<i>LnCPI_t</i>
<i>LnGold_t</i> (-1)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.028433 (0.01840) [-1.54565]	-0.033731 (0.05210) [-0.64739]	-0.003418 (0.01700) [-0.20099]	0.026981 (0.01778) [1.51786]
<i>LnGold_t</i> (-2)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.060976 (0.01916) [-3.18185]	-0.131909 (0.05428) [-2.58788]	-0.036894 (0.01771) [-2.08281]	0.058240 (0.01852) [3.14504]
<i>LnGold_t</i> (-3)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.140978 (0.01943) [-2.10919]	0.056813 (0.05503) [1.03244]	-0.054524 (0.01796) [-3.03621]	0.208718 (0.04877) [2.06236]
<i>LnGold_t</i> (-4)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.030119 (0.01825) [-1.65015]	0.103438 (0.05170) [2.00084]	-0.014226 (0.01687) [-0.84323]	0.029949 (0.01764) [1.69806]
<i>LnGas_t</i> (-1)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.004194 (0.00635) [-0.66047]	-0.173060 (0.01799) [-4.06167]	0.003362 (0.00587) [0.57271]	0.004291 (0.00614) [0.69920]
<i>LnGas_t</i> (-2)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.012575 (0.00781) [-1.61042]	-0.028956 (0.02212) [-1.30929]	-0.007068 (0.00722) [-0.97930]	0.013026 (0.00755) [1.72641]
<i>LnGas_t</i> (-3)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	0.216942 (0.01729) [2.32315]	-0.037022 (0.02066) [-1.79240]	0.115029 (0.00674) [2.22952]	0.016856 (0.00705) [2.39203]
<i>LnGas_t</i> (-4)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.016419 (0.00648) [-2.53260]	0.016504 (0.01836) [0.89877]	-0.008529 (0.00599) [-1.42319]	0.016786 (0.00626) [2.67936]
<i>LnRemit_t</i> (-1)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	0.004400 (0.00380) [1.15733]	-0.035601 (0.01077) [-3.30584]	0.140093 (0.00351) [2.87201]	-0.004364 (0.00367) [-1.18766]
<i>LnRemit_t</i> (-2)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	0.007303 (0.00497) [1.46970]	-0.235864 (0.01407) [-2.54836]	0.005958 (0.00459) [1.29734]	-0.007397 (0.00480) [-1.54063]
<i>LnRemit_t</i> (-3)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	0.105206 (0.01488) [2.06684]	-0.029322 (0.01382) [-2.12143]	0.006686 (0.00451) [1.48230]	-0.005302 (0.00472) [-1.12441]
<i>LnRemit_t</i> (-4)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	0.005803 (0.00346) [1.67646]	-0.014775 (0.00980) [-1.50713]	0.002756 (0.00320) [0.86149]	-0.005704 (0.00334) [-1.70531]

Model natijasidan ko‘rishimiz mumkinki, tashqi faktorlarning, xususan jahon bozorida oltin narxining o‘zgarishi, gaz narxining o‘zgarishi, hamda mamlakatimizda mehnat migrasiyasi hisobiga transfer to‘lovlarining musbat saldosing o‘zgarishi ichki iqtisodiyotga ta’siri yuqori bo‘lmoqda. Model natijalarini tahlil qilishda, dastlab tashqi faktorlarning moliya bozoriga ta’sirini o‘rganib chiqamiz.

Tahlil natijalariga ko‘ra, jahon bozorida oltin narxining bir foizga oshishi ikki chorak kechikish bilan milliy valyuta almashinuv kursini -0,13 foizga pasaytirgan bo‘lsa, qisqa muddatli indikativ kredit foizini esa uch chorak lag bilan -0,14 foizga pasaytirmoqda. Jahon bozorida oltin narxining oshishi bilan milliy valyuta almashinuv kursi o‘rtasida teskari bog‘liqlikning aniqlanganligi mantiqan to‘g‘ri hisoblanadi. Chunki, biz oltin qazib chiqaruvchi 10 talik davlatlar qatorida turamiz va bu oltinlarni chetga sotish orqali milliy valyuta kursi barqarorligini ta’minlaymiz. Shunday ekan chetga sotayotgan oltinimiz hisobiga qancha ko‘p chet el valyutasini olsak, shuncha valyuta bozorimizda chet el valyutasiga bo‘lgan ortiqcha talabni qondiramiz.

Shuningdek, jahon bozorida gaz narxining bir foizga oshishi esa, milliy valyuta almashinuv kursini bir chorak kechikish bilan -0,13 foizga pasaytirgan bo‘lsa, uch chorak kechikish bilan esa qisqa muddatli indikativ kredit foizini 0,22 foizga oshirmoqda. pasaytirmoqda. Bunning mantiqiy ma’nosi shundaki, jahon bozorida gaz narxining oshishi ichki iqtisodiyotda ham gaz narxini oshiradi va bu yakuniy tovar va xizmatlar narxlarining oshishiga olib keladi. Ichki iqtisodiyotda narx darajasining oshishi pulga bo‘lgan talabni oshiradi va bu krediti foiz stavkalarini oshirishga olib keladi.

Tahlil natijalariga ko‘ra, mamlakatimizda mehnat migrasiyasi hisobiga transfer to‘lovlarining musbat saldosing bir foizga oshishi ikki choraklik kechikish bilan milliy valyuta almashinuv kursini -0,23 foizga pasaytirgan bo‘lsa, iqtisodiyotdagi qisqa muddatli indikativ kredit foizini esa uch choraklik kechikish bilan 0,10 foizga oshirmoqda. Bizning fikrimizcha ushbu bog‘liqlik ham mantiqan to‘g‘ri qurilgan. Chunki, mamlakatimizda mehnat migrasiyasi hisobiga transfer to‘lovlarining musbat saldosing oshishi birjadan tashqari valyuta bozorida chet el valyutasining taklifini oshiradi va milliy valyutaning xorijiy valyutaga nisbatan almashinuv kursini oshiradi. Shuningdek, mamlakatimizda mehnat migrasiyasi hisobiga transfer to‘lovlarining musbat saldosing oshishi aholi milliy daromadini oshiradi va bu pulga bo‘lgan talabni oshirish orqali uning foizini ham oshiradi.

Tashqi faktorlarning tovarlar bozoriga ta’sirini modellashtirish natijasida ko‘rishimiz mumkinki, jahon bozorida oltin narxining oshishi ichki iqtisodiyotda yalpi ishlab chiqarishni real qiymatining oshishiga xizmat qilmayapdi. Aksincha jahon bozorida oltin narxining oshishi ichki iqtisodiyotda inflyatsiya darajasini oshirmoqda. Xususan, jahon bozorida oltin narxining bir foizga oshishi uch chorakdan keyin ichki iqtisodiyotda inflyatsiya darajasini 0,21 foizga oshirmoqda.

Shuningdek, jahon bozorida gaz narxining o‘zgarishi bilan ichki iqtisodiyotda tovarlar bozoriga ta’siri ham o‘rganilgan bo‘lib, unga ko‘ra, jahon bozorida gaz narxining bir foizga oshishi uch chorak kechikish bilan YaIMni 0,11 foizga oshirgan bo‘lsa, inflyatsiya darajasini 0,02 foizga oshirmoqda.

Tahlil natijalaridan ko‘rishimiz mumkinki, mamlakatimizda mehnat migrasiyasi hisobiga transfer to‘lovlarining musbat saldosining o‘zgarishi tovarlar bozoriga ijobiy ta‘sir ko‘rsatmoqda. Xususan, mamlakatimizda mehnat migrasiyasi hisobiga transfer to‘lovlarining musbat saldosining bir foizga oshishi ichki iqtisodiyotda yalpi talabni oshirgan holda bir chorak kechikish bilan yalpi yaiki mahsulotlarning real hajmini 0,14 foizga oshirmoqda.

XULOSA

Mamlakatimizda monetar siyosat transmission mexanizmini takomillashirishda quyidagi ilmiy-uslubiy taklif va amaliy tavsiyalar shakllantirildi.

Valyuta kanali faoliyati samaradorligini oshirish maqsadida banklararo valyuta bozorida chet el valyutasini sotish va sotib olish bo‘yicha operatsiyalarda valyuta kursi faqat bozor mexanizmlari asosida chet el valyutasiga bo‘lgan talab va taklifdan kelib chiqqan holda belgilanishi asoslandi;

Valyuta kanali faoliyati samaradorligini oshirish maqsadida iqtisodiyotning dollarlashuv darajasini kapaytirish bo‘yicha rag‘batlantiruvchi va regulativ chora-tadbirlarni ishlab chiqish taklif etildi;

Foiz kanali va kredit kanallarining iqtisodiyotga ta‘sirini oshirish maqsadida tijorat banklari kredit portfelida davlat ishtirokidagi korxonalarini va investitsiya dasturlarini moliyalashtirish uchun ajratilgan imtiyozli kreditlarning ulushini kamaytirish hamda bank tizimi barqarorligini oshirishi imliy asoslandi;

Monetar siyosat transmission mexanizmi metodologiyasi, xususan mexanizm kanallarini iqtisodiyotga ta‘sirining metodologik asoslari, mexanizm kanallari samaradorligini tahlil qilishning metodologik asoslari, hamda monetar siyosat transmission mexanizmi kanallari faoliyatini empirik tahlil qilishning metodologik asoslari takomillashtirildi;

Qimmatli qog‘ozlar bozorini rivojlantirishda davlat qimmatli qog‘ozlarini kupon stavkali, nol kupon stavkali va inflyatsiya darajasiga bog‘langan holda jismoniy shaxslar o‘rtasida ham joylashtirish orqali foiz kanalining samaradorligini oshirish taklif etildi;

Davlat qimmatli qog‘ozlarining ikkilamchi bozorini yanada rivojlantirish maqsadida auksion natijalarining hisob-kitoblarini T+2 standarti asosida amalga oshirish orqali investorlarga qo‘shimcha qulayliklar yaratish asoslandi;

Ochiq iqtisodiyot sharoitida monetar siyosat transmission mexanizm valyuta kanali orqali export-import operatsiyalar hajmiga ta‘sir etish va savdo balansini tartibga solish mumkinligi asoslandi;

Monetar siyosat transmission mexanizm foiz kanali orqali antiinflyatsion siyosatni samarali olib borish va provardida barqaror iqtisodiy o‘sish uchun zamin yaratishi asoslandi;

Mamlakatimizda valyuta siyosatini erkinlashtirish natijasida ichki iqtisodiyotdagi inflyatsiya darajasini, hamda tashqi iqtisodiyotda savdo balansidagi tabranishlarning ta‘sirini inobatga olgan holda milliy valyuta almashinuv kursining 2028 yilga qadar prognoz ssenariylari taklif etildi.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc 22/29.12.2023.I.175.01
ПО ПРИСУЖДЕНИЮ УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ
ТАШКЕНТСКОМ МЕЖДУНАРОДНОМ УНИВЕРСИТЕТЕ**

ОБРАЗОВАТЕЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ РЕНЕССАНСА

АБСАЛАМОВ АКРАМ ТОЛЛИБОЕВИЧ

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕХАНИЗМА ТРАНСМИССИИ
МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИКИ**

08.00.07 - Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации доктора экономических наук (DSc)

город Ташкент - 2024 год

Тема диссертации доктора экономических наук (DSc) зарегистрирована в Высшей аттестационной комиссии при Министерстве высшего образования, науки и инноваций Республики Узбекистан за номером В2024.4.DSc/Iqt780.

Диссертационная работа выполнена в Образовательном Университете Ренессанс. Автореферат диссертации на трех языках (узбекский, русский, английский (резюме)) размещен на веб-странице Научного совета (www.tiu.uz) и Информационно-образовательном портале "ZiyoNet" (www.ziyo.net).

Научный консультант:	Джумаев Нодир Хосниатович доктор экономических наук, профессор
Официальные оппоненты:	Бердияров Бахриддин Тавашарович доктор экономических наук, профессор Мирзаев Фарход Исмаилович доктор экономических наук, профессор Рахматов Хасан Уткирович доктор экономических наук
Ведущая организация:	ЧАБ Trastbank

Защита диссертации состоится на заседании Научного совета DSc.22/29.12.2023.1.175.01 при Ташкентском международном университете "50" "11" 2024 года в 10⁰⁰ часов. Адрес: 100114, г. Ташкент, ул. Кичик халка йули, 7. Тел.: (99895) 131-55-55; факс: (99895) 131-55-55; e-mail: info@tiu.uz

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского международного университета (зарегистрирована за № 65). Адрес: 100114, г. Ташкент, ул. Кичик халка йули, 7. Тел.: (99895) 131-55-55; факс: (99895) 131-55-55; e-mail: info@tiu.uz

Автореферат диссертации разослан "15" "11" 2024 года.
(реестр протокола рассылки № 24 от "01" "11" 2024 года).



Ш.Ш. Тураев
Председатель Научного совета по присуждению ученых степеней, доктор экономических наук, профессор

И.Х. Абдурахмонов
Ученый секретарь Научного совета по присуждению ученых степеней, доктор экономических наук, доцент

Д.А. Рахмонов
Председатель Научного семинара при Научном совете по присуждению ученых степеней, доктор экономических наук, профессор

ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации на соискание ученой степени доктора философии (PhD))

Актуальность и необходимость темы диссертации. Снижение высокого уровня инфляции в мировой экономике и обеспечение экономического роста имеют важное значение с использованием механизма трансмиссии монетарной политики. Опыт развитых стран показывает, что высокоорганизованный рынок капитала, рынок государственных ценных бумаг, денежный рынок, валютные рынки, а также рынки кредитов и депозитов являются необходимыми условиями для повышения эффективности каналов трансмиссионного механизма монетарной политики. В последние годы прогнозы, связанные с ростом мировой экономики, принимают положительный характер. В частности, ожидается, что рост мировой экономики увеличится с 3,6% в 2024 году до 4,2% в 2025 году.²³ Однако в отдельных регионах сохраняются низкие темпы экономического роста, существуют значительные препятствия в эффективности каналов трансмиссии монетарной политики, что, в свою очередь, приводит к высоким процентным ставкам при финансировании экономики.

В научных направлениях ведущих научно-исследовательских институтов и высших учебных заведений мира повышение эффективности трансмиссионного механизма монетарной политики и её каналов в обеспечении экономической стабильности занимает приоритетное место. В этих научных исследованиях посредством эмпирических анализов рассматриваются такие вопросы, как влияние процентного канала, валютного канала и канала банковских кредитов на экономическую стабильность. Однако такие аспекты, как влияние каналов трансмиссионного механизма на рынок капитала, процентные ставки на денежном рынке, ставки по кредитам и депозитам банков, их рост, а также эффективность в сдерживании инфляции, остаются недостаточно изученными. Особую актуальность сохраняют такие вопросы, как развитие рынка капитала, воздействие каналов трансмиссионного механизма на составляющие совокупного спроса, роль в сдерживании инфляции и достижение стабильности платежного баланса через валютный курс. Эти аспекты требуют проведения научных исследований, направленных на повышение эффективности каналов трансмиссионного механизма монетарной политики.

В Узбекистане активизация внимания к эффективному применению режима инфляционного таргетирования требует снижения процентных ставок на рынке кредитов, повышения темпов экономического роста в кратко- и среднесрочной перспективе, а также повышения эффективности каналов трансмиссионного механизма монетарной политики. Для повышения эффективности каналов трансмиссионного механизма монетарной политики важно обеспечить наличие индикативной процентной ставки на финансовом рынке и её значительное влияние на рыночные процентные ставки, а также влияние валютного канала на объемы внешнеторговых операций. Кроме того,

²³ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2024/October/download-entire-database>

повышение эффективности трансмиссионного механизма через воздействие на расходы государственного бюджета путём влияния на доходность государственных ценных бумаг, а также на потребительские расходы населения через процентные ставки по кредитам для физических лиц является актуальной задачей. Это подчёркивает необходимость изучения воздействия основной процентной ставки на рыночные процентные ставки, влияния канала банковских кредитов на ресурсную базу коммерческих банков, а также влияния валютного канала через валютный рынок на торговый баланс.

Данное научное исследование в определённой степени направлено на выполнение задач, предусмотренных Указом Президента Республики Узбекистан от 28 января 2022 года № ПУ-60 «О Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022–2026 годы», Указом от 5 октября 2020 года № ПУ-6079 «Об утверждении Стратегии "Цифровой Узбекистан–2030" и мерах по её эффективной реализации», Указом от 12 мая 2020 года № ПУ-5992 «О Стратегии реформирования банковской системы Республики Узбекистан на 2020–2025 годы», Указом от 2 сентября 2017 года № ПУ-5177 «О первоочередных мерах по либерализации валютной политики», Постановлением Президента от 18 августа 2023 года № ПП-283 «О дополнительных мерах по совершенствованию механизма реформирования предприятий с государственным участием и коммерческих банков», Постановлением от 12 сентября 2017 года № ПП-3270 «О мерах по дальнейшему развитию и обеспечению устойчивости банковской системы Республики» и Постановлением от 23 марта 2018 года № ПП-3620 «О дополнительных мерах по повышению доступности банковских услуг», а также других нормативно-правовых актов, регулирующих соответствующую сферу.

Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики. Данное диссертационное исследование выполнено в соответствии с приоритетным направлением развития науки и технологий республики I. «Духовно-нравственное и культурное развитие демократического и правового общества, формирование инновационной экономики».

Обзор зарубежных научных исследований по теме диссертации²⁴:

Научно-практические исследования, направленные на повышение эффективности каналов трансмиссионного механизма монетарной политики, проводятся различными направлениями международными научными организациями, исследовательскими центрами, центральными банками и высшими учебными заведениями. В частности, исследования осуществляются Международным валютным фондом (International Monetary Fund, IMF), Всемирным банком (The World Bank, США), Национальным бюро экономических исследований (National Bureau of Economic Research, NBER, США), Банком международных расчетов (Bank of International Settlements, BIS, Швейцария), Федеральной резервной системой (Federal Reserve System,

²⁴ Dissertatsiya mavzusi bo'yicha xorijiy ilmiy tadqiqotlar sharhi www.imf.org, www.worldbank.org, www.nber.org, www.ecb.europa.eu, www.bis.org, www.federalreserve.gov, www.bankofengland.co.uk, www.cbu.uz va boshqa manbalar asosida tayyorlangan.

США), Банком Англии (Bank of England, Великобритания), Европейским центральным банком (European Central Bank, ЕС), Центральным банком Республики Узбекистан (Узбекистан), Принстонским университетом (Princeton University, США), Гарвардским университетом (Harvard University, США), Оксфордским университетом (Oxford University, Великобритания), Боннским университетом (University of Bonn, Германия), а также Финансовым университетом при Правительстве Российской Федерации (Россия).

В мире ведутся масштабные исследования, посвященные научно-теоретическим, организационно-экономическим и социально-политическим аспектам повышения эффективности каналов трансмиссионного механизма монетарной политики, включая оценку влияния кредитного канала на баланс коммерческих банков и стоимость активов хозяйствующих субъектов (European Central Bank), исследование роли канала стоимости активов и монетарных каналов в сдерживании инфляции на основе различных эконометрических моделей (International Monetary Fund, IMF), анализ влияния каналов трансмиссионного механизма нетрадиционной монетарной политики на экономическую стабильность (National Bureau of Economic Research, NBER), а также обеспечение согласованности процентного и валютного каналов в развивающихся странах (Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Центральный банк Республики Узбекистан).

Степень изученности проблемы.

Научно-практические аспекты совершенствования трансмиссионного механизма монетарной политики всесторонне изучены и проанализированы в научных работах зарубежных экономистов, таких как Дж. М. Кейнс, Ирвинг Фишер, Кнут Виксель, М. Фридман, Дж. Тобин, Дж. М. Флеминг, Р. А. Манделл, Р. Дорнбуш, Ф. Модильяни, А. Андо, Дж. Э. Стиглиц, Б. Бернанке, М. Гертлер, А. С. Блиндер, Фредерик С. Мишкин, В. Рэйми, А. К. Кашьяп, Дж. С. Стайн, Дж. Б. Тейлор, Питер Н. Айрленд, А. Чеза-Бьянки, Г. Твейтс, А. Викондоа, Э. Фалк, М. Хоффманн и П. Хюртген, Г. Б. Эггертссон, Р. Э. Юэлсруд, Л. Х. Саммерс и Э. Г. Вольд²⁵, а также российских экономистов,

²⁵ Дж.М. Кейнс. (2019). Общая теория занятости, процента и денег. Москва, Юрайт. Irving Fisher (1963). The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit Interest and Crises/ Rev. Ed. New York: reprints of Economics Classics. Wicksell Knut (1950). Lectures on Political Economy/ Vol. 2. Edited by Lionel Robins. London. Routledge and Kegan Paul Ltd. Friedman M.A. (1957). Theory of the Consumption Function. NBER Books No.57-1, September. J. Tobin (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory/ Journal of Money, Credit and Banking №1. Fleming J.M. (1962). Domestic Financial Policies under Fixed and Under Floating Exchange Rates. International Monetary Fund Staff Papers 9. Mundell R.A. (1963). Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. Canadian Journal of Economics and Political Science 29. Dornbusch R. (1976). Expectations and Exchange Rate Dynamics. Journal of Political Economy 84. Ando A., Modigliani F. (1963). The "Life Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests. American Economic Review, 53 (1). Blinder A.S., Stiglitz J.E. (1983). Money, Credit Constraints and Economic Activity. American Economic Review 73. Bernanke B., Blinder A. (1988). Credit, Money and aggregate Demand/ The American Economic Review. №78. Bernanke B. Gertler M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. Journal of Economic Perspectives, 9(4). Bernanke, B. S. (2020). The new tools of monetary policy. American Economic Review, 110(4), 943-983. Valerie Ramey (1993). How important is the credit channel in the transmission of monetary policy/ Cornege – Rochester Conference Series on Public Policy Vol. 39. North-Holland – Elsevier Science Publishers B.V. Frederic S. Mishkin (1995). Symposium on the Monetary Transmission Mechanism/ The journal of Economic Perspective Vol. 9, No. 4. Kashyap A. K., Stein J. C. (1995). The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 42(1). Taylor J. B. (1995). The Monetary

таких как С. Р. Моисеев, Д. И. Кондратов, Е. А. Леонтьева, И. С. Иванченко, С. А. Андриюшин, С. М. Дробышевский, И. Л. Кавицкая, П. В. Трунин и другие²⁶.

Узбекские экономисты, такие как Т. Коралиев, Н. Джумаев, Ш. Абдуллаева, О. Намозов, Т. Бобокулов, О. Саттаров, М. Курбонбекова, У. Дусткобилов и другие²⁷, проводили научные исследования, посвященные денежно-кредитной системе, кредитным механизмам, стабильности банковской системы, международным валютно-кредитным отношениям, валютной политике Центрального банка и влиянию инструментов денежно-кредитной политики Центрального банка на экономику. Однако научно-теоретические, практические и методологические аспекты влияния каналов трансмиссионного механизма монетарной политики на экономику узбекскими экономистами как отдельный объект исследования изучены не были.

Связь темы диссертации с планами научно-исследовательских работ высшего учебного заведения, в котором выполнена диссертация. Данная

Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4). Peter N. Ireland (2005). The Monetary Transmission Mechanism / FRB of Boston WP No. 06-1. Cesa-Bianchi, A., Thwaites, G., & Vicendoa, A. (2020). Monetary policy transmission in the United Kingdom: A high frequency identification approach. *European Economic Review*, 123, 103375. Falck, E., Hoffmann, M., & Hürtgen, P. (2021). Disagreement about inflation expectations and monetary policy transmission. *Journal of Monetary Economics*, 118, 15-31. 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.

²⁶ Моисеев С.Р. (2002). Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики/ *Финансы и кредит* №18. Д.И.Кондратов. (2010). Трансмиссионный механизм денежно – кредитной политики Еврoзoны/ *Научные труды: Институт народно-хозяйственного прогнозирования РАН.-№8*. Е.А.Леонтьева. (2012). Механизм кредитно-денежной трансмиссии в России/ *Working Paper №175 CEFIR*. Леонтьева Е.А. (2013). Механизм кредитно-денежной трансмиссии в России/ *Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации*. Москва. Иванченко И.С., Рыбчинская И.В. (2007). Проблемы функционирования в России процентного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитного регулирования/ *Финансовые исследования* №14. Иванченко И.С.(2006). Исследование российского трансмиссионного механизма денежно–кредитной политики/ *Финансы и кредит*. -№14. Андриюшин С.А. (2013). Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики центральных банков в условиях глобального финансового кризиса/ *Финансы и кредит*. Дробышевский С.М., Трунин П.В., Каменских М.В. (2008). Анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в российской экономике Москва: ИЭПП. Трунин П.В., Князев Д.А., Саттаров А.М. (2010). Анализ независимости центральных банков РФ, стран СНГ центральных банков РФ, стран СНГ и Восточной Европы/ Москва: ИЭПП. Кавицкая И.Л. (2011). Финансовый кризис и политика центрального банка/ *Журнал институциональных исследований – Том 3, №4*.
²⁷ Коралиев Т., Ортиқов У. (2009). Банк ресурсларини бошқариш/ *Монография – Тошкент*. Азизов У., Қоралиев Т. ва бошқ. (2016). Банк иши/ *Тошкент – Иқтисод-молия*. Абдуллаева Ш.З. (2005). Банк рисклари ва кредитлаш/ *Тошкент-Иқтисод-молия*. Абдуллаева Ш.З. (2014). Пул муомаласи ва кредит/ *Тошкент –Иқтисод-молия*. Додиев Ф.У. и другие. (2012). Оценка каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в Узбекистане/ *Исследовательский проект Института прогнозирования и макро-экономических исследований при поддержке Программы развития ООН. – Ташкент*. Намозов О.Ш. (2001). Монетарная политика в переходной экономике: концептуальные подходы и программные направления. *Дисс.на соис.уч.ст. д.э.н.-Ташкент*. Бобокулов Т.И. (2008). Ўзбекистон Республикасида миллий валюта курсининг барқарорлигини таъминлаш борасидаги муаммолар ва уларни ҳал қилиш йўллари. и.ф.д. илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати.-Тошкент. Жумаев Н.Х. (2007). Ўзбекистонда валюта муносабатларини тартибга солиш методологиясини такомиллаштириш/ *Монография – Тошкент*. Фан ва технология. Саттаров О.Б. ва бошқ. (2014). Инфляция: муаммо ва ечимлари/ *Монография – Тошкент*. Саттаров О.Б. (2018). Ўзбекистон Республикаси банк тизими барқарорлигини таъминлаш методологиясини такомиллаштириш/ и.ф.д. илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати.-Тошкент. Дусткобилов У.Ш. (2017). Ўзбекистонда монетар сиёсатни амалга ошириш механизмини такомиллаштириш йўллари. *Монография. – Т.: «Navro‘z» нашриёти, Курбонбекова М.Т.* (2023). ўзбекистонда пул-кредит сиёсати инструментларини такомиллаштиришнинг методологик асослари/ и.ф.д. илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация автореферати.-Тошкент.

диссертационная работа выполнена в соответствии с планом научно-исследовательских работ Университета образования Ренессанс.

Цель исследования – разработка научно-методических предложений и практических рекомендаций, направленных на совершенствование трансмиссионного механизма монетарной политики.

Задачи исследования включают следующее:

исследование научно-теоретических основ трансмиссионного механизма монетарной политики;

анализ взглядов отечественных и зарубежных ученых на другие каналы трансмиссионного механизма монетарной политики;

изучение методологических основ этапов воздействия каналов механизма на экономику;

исследование методологических основ сравнительного и эмпирического анализа эффективности каналов механизма;

сравнительная и эмпирическая оценка эффективности процентного канала трансмиссионного механизма;

анализ текущего состояния функционирования банковского кредитного канала трансмиссионного механизма и получение соответствующих выводов;

сравнительный и эмпирический анализ эффективности валютного канала трансмиссионного механизма;

выявление проблем, связанных с совершенствованием функционирования каналов трансмиссионного механизма в условиях инфляционного таргетирования, и разработка научно-методических предложений и практических рекомендаций для их решения.

Объект исследования – банковская система Республики Узбекистан.

Предмет исследования – экономические отношения, возникающие в процессе функционирования каналов трансмиссионного механизма монетарной политики.

Методы исследования. В диссертации использованы методы научной абстракции, эконометрического анализа, сравнительного и структурного анализа, экономико-статистических и экспертных оценок.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

предложено, что для повышения эффективности функционирования валютного канала курсы валют на межбанковском валютном рынке при операциях купли-продажи иностранной валюты должны определяться исключительно на основе рыночных механизмов, исходя из спроса и предложения на иностранную валюту;

В целях повышения эффективности процентного канала трансмиссионного механизма за счет дальнейшего развития вторичного рынка государственных ценных бумаг предлагается создать дополнительные удобства для инвесторов путем выполнения расчетов результатов аукционов по стандарту T+2;

обосновано, что для развития рынка ценных бумаг и повышения эффективности процентного канала государственные ценные бумаги могут размещаться среди физических лиц с использованием купонной ставки, нулевой купонной ставки и с привязкой к уровню инфляции;

Эмпирически обосновано, что эффективность процентного канала трансмиссионного механизма является высокой в сокращении разрыва между целевым показателем инфляции и инфляционными ожиданиями в режиме инфляционного таргетирования.

разработаны прогнозные сценарии обменного курса национальной валюты до 2028 года с учетом уровня инфляции во внутренней экономике и влияния колебаний торгового баланса во внешней экономике, вызванных либерализацией валютной политики в стране.

Практические результаты исследования включают следующее:

усовершенствованы методологические основы анализа этапов воздействия каналов механизма на экономику, а также сравнительного и эмпирического анализа эффективности каналов механизма;

установлено, что кредитный канал трансмиссионного механизма демонстрирует высокую эффективность через обеспечение стабильности банковской системы, в частности за счет её ликвидности и уровня капитализации;

по результатам сравнительного анализа процентного канала, кредитного канала и валютного канала трансмиссионного механизма определены направления повышения их эффективности;

выявлено, что основные реальные процентные ставки в монетарной политике и реальные процентные ставки на денежном рынке оказывают значительное влияние на краткосрочные депозиты и кредиты коммерческих банков;

определено, что процентный канал трансмиссионного механизма является удобным инструментом для проведения антиинфляционной политики, однако его влияние на обеспечение экономического роста незначительно;

на основе эмпирического анализа установлено воздействие валютного канала трансмиссионного механизма на внутреннюю экономику через влияние на финансовый рынок и торговый баланс;

эмпирически оценено влияние внешних факторов, таких как изменения цен на золото и газ на мировом рынке, а также положительное сальдо трансфертов за счет трудовой миграции, на трансмиссионный механизм монетарной политики и внутреннюю экономику страны.

Достоверность результатов исследования. Достоверность результатов исследования определяется целесообразностью применяемых подходов и методов, использованием данных из официальных источников, в частности Центрального банка Республики Узбекистан, Государственного комитета по статистике при Президенте Республики Узбекистан, нормативных документов по денежно-кредитной политике, экспертных оценок и научных результатов отечественных и зарубежных экономистов. Кроме того, соответствующие выводы и предложения были внедрены в практику Комитетом по вопросам бюджета и экономических реформ Сената Олий Мажлиса, Институтом парламентских исследований при Законодательной палате Олий Мажлиса и Акционерным коммерческим банком «Ўзсаноатқурилишбанк».

Научная и практическая значимость результатов исследования.

Научная значимость исследования объясняется возможностью использования его результатов для проведения специальных научных исследований, направленных на совершенствование трансмиссионного механизма монетарной политики.

Практическая значимость исследования заключается в том, что разработанные научные предложения и практические рекомендации могут быть использованы при разработке комплекса мер, направленных на совершенствование воздействия каналов трансмиссионного механизма монетарной политики на экономику страны. Кроме того, они могут быть применены при реализации задач, указанных в Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022–2026 годы.

Внедрение результатов исследования. На основе полученных научных результатов по совершенствованию трансмиссионного механизма монетарной политики:

в целях повышения эффективности валютного канала предложено, чтобы курс валюты на межбанковском валютном рынке определялся исключительно на основе рыночных механизмов, исходя из спроса и предложения на иностранную валюту. Это предложение было использовано при разработке изменений и дополнений в статье 11 и 12 Закона Республики Узбекистан «О Центральном банке Республики Узбекистан» в связи с принятием Закона от 20 сентября 2024 года «О совершенствовании законодательства в области обеспечения кибербезопасности», который был внесен в законодательство (согласно справке № 62 от 24 октября 2024 года Института парламентских исследований при Законодательной палате Олий Мажлиса). В результате, было установлено, что увеличение денежной массы на 1% приводит к снижению обменного курса национальной валюты на 1,17%, а увеличение объема экспорта на 1% повышает курс на 0,1%. Эти выводы были подтверждены и обоснованы через модель наименьших квадратов с перерывами;

в целях повышения эффективности процентного канала трансмиссионного механизма через дальнейшее развитие вторичного рынка государственных ценных бумаг предложено использовать стандарт T+2 для расчета результатов аукционов, что создаст дополнительные удобства для инвесторов. Это предложение было использовано при разработке изменений и дополнений в Закон «О рынке ценных бумаг» Республики Узбекистан, в соответствии с Законом от 29 октября 2021 года «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Узбекистан» (согласно справке № 62 от 24 октября 2024 года Института парламентских исследований при Законодательной палате Олий Мажлиса). В результате были достигнуты результаты по расширению финансовых инструментов рынка, привлечению свободных денежных средств населения в финансовый рынок, а также повышению эффективности процентного канала трансмиссионного механизма;

в целях повышения эффективности процентного канала трансмиссионного механизма в процессе развития рынка ценных бумаг было предложено внедрить государственные ценные бумаги с купонной ставкой,

без купона и привязанные к уровню инфляции, а также организовать их размещение среди физических лиц. Это предложение было использовано при разработке изменений и дополнений к Постановлению Кабинета Министров Республики Узбекистан от 21 февраля 2022 года «О мерах по организации выпуска государственных казначейских обязательств и облигаций Республики Узбекистан» (согласно справке № 05/4370 от 23 октября 2024 года Комитета по вопросам бюджета и экономических реформ Сената Олий Мажлиса). В результате было достигнуто расширение финансовых инструментов на рынке, привлечение свободных денежных средств населения в финансовый рынок, а также повышение эффективности процентного канала трансмиссионного механизма;

в рамках инфляционного таргетирования было предложено уменьшить разницу между целевым уровнем инфляции и её ожиданиями с целью повышения эффективности процентного канала трансмиссионного механизма (согласно справке № 62 от 24 октября 2024 года Института парламентских исследований при Законодательной палате Олий Мажлиса). В результате было установлено, что повышение индикативной процентной ставки на 1% приводит к снижению уровня инфляции в экономике на 0,63% с задержкой в три квартала, а увеличение денежной массы на 1% приводит к росту реального объема производства в стране на 0,81% с задержкой в два квартала;

в результате либерализации валютной политики в стране и с учетом влияния на внутреннюю инфляцию, а также внешнеэкономических факторов, таких как колебания в торговом балансе, было предложено прогнозирование обменного курса национальной валюты до 2028 года. Это предложение было принято АО «Узсаноатқурилишбанк» (справка АО «Узсаноатқурилишбанк» от 25 октября 2024 года № 04/6075). Согласно оптимистичному сценарию, прогнозируется, что обменный курс национальной валюты в 2025-2027 годах девальвируется на 19,5%, а в начале 2028 года курс обмена с долларом США составит 14 995,6 сум.

Публикация результатов исследования. По теме диссертации опубликовано 28 научных работ, в том числе: 1 монография, 17 статей в журналах, включенных в список Высшей аттестационной комиссии Республики Узбекистан, из которых 3 статьи опубликованы в зарубежных странах, и 14 статей в республиканских журналах. Также было представлено 10 тезисов, из которых 4 были обсуждены на республиканских и 6 на международных научно-практических конференциях.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из введения, шести глав, восемнадцати параграфов, заключения, списка использованных источников и приложений. Объем диссертации составляет 288 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во **введении** диссертации обоснована актуальность и необходимость выбранной темы, представлен обзор зарубежных научных исследований по теме, степень изученности проблемы, цели и задачи исследования, объект и предмет исследования, научная новизна и практические результаты, надежность и внедрение результатов исследования, а также информация о структуре и объеме диссертации.

В первой главе диссертации, названной **«Научно-теоретические основы трансмиссионного механизма монетарной политики»**, исследуются научно-теоретические основы трансмиссионного механизма монетарной политики, его каналы, включая каналы процентной ставки, банковского кредитования и валютный канал.

Также проведен анализ научных взглядов на деятельность этих каналов, сделаны научные выводы. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Центрального банка включает специфические каналы, через которые передаются импульсы воздействия денежно-кредитной политики на экономику. Каналы трансмиссионного механизма выражают взаимодействие между решениями монетарной политики, их объявлениями и механизмами влияния на реальный сектор экономики. В результате, после реализации мероприятий в области денежно-кредитной политики, учитывается обратная реакция со стороны исполнителей монетарной политики, отражающая изменяющиеся показатели реальной ситуации. Механизмы передачи каналов трансмиссии состоят из взаимосвязанных макроэкономических показателей, которые предназначены для передачи изменений в денежно-кредитной политике. Они также зависят от особенностей национальной экономики, финансовой системы и методов реализации координации через денежно-кредитные механизмы.

В большинстве стран мира монетарная политика Центрального банка играет ключевую роль в обеспечении экономического развития, стабильности цен и стабильности курса национальной валюты. Монетарная политика Центрального банка проходит несколько этапов для достижения этих макроэкономических целей. Современное название этого этапа — трансмиссионный механизм.

Термин «трансмиссионный механизм» был введен Джоном Мейнардом Кейнсом в контексте монетарной политики. Кейнс обозначил систему изменяющихся показателей, воздействующих на экономические процессы через денежную массу, как «трансмиссионный механизм». По его мнению, изменение объема денежной массы ведет к изменению процентной ставки, что, в свою очередь, влияет на инвестиционные расходы предпринимателей через кредитный рынок и рынок ценных бумаг. Это, в свою очередь, приводит к изменению валового производства. Только после этого изменения на товарном рынке начинают оказывать влияние на изменения на денежном рынке.

Последующие исследования показали, что трансмиссионный механизм Дж.Кейнса влияет не только на валовое производство через инвестиционные расходы предприятий, но и через решения потребителей о расходах и сбережениях. В анализе трансмиссионного механизма монетарной политики воздействие денежной массы на другие активы было предложено М. Фридманом. Также в зарубежной литературе проведено множество научных исследований по данной теме. В частности, исследования таких экономистов, как Дж. Тобин, Дж. М. Флеминг, Р.А. Манделл, Р. Дорнбуш, А. Андо, Ф. Модильяни, Дж. Е. Стиглиц, Б. Бернанке, М. Гертлер, А.С. Блиндэр, Фредерик С. Мишкин, В. Рэйми, А.К. Кашьяп, Дж. С. Стейн,

Дж.Б. Тейлор, Питер Н. Айрленд, а также российских ученых, таких как С.Р. Моисеев, Д.И. Кондратов, Е.А. Леонтьева, П.В. Трунин, С.А. Андриюшин, С.М. Дробишевский, И.С. Иванченко, И.Л. Кавиская и других, всесторонне рассмотрели эту проблему.

В нашей стране экономисты проводили научные исследования по отдельным направлениям денежно-кредитной политики. В частности, Н. Джумаев исследовал валютную политику Центрального банка, Ш. Абдуллаева занималась вопросами кредитования и кредитных рисков в коммерческих банках, Т. Бобокулов исследовал стабильность национальной валюты, О. Намозов проводил общий анализ монетарной политики, а Ф. Додиев исследовал каналы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в переходной экономике. В частности, в научном проекте, подготовленном под редакцией Ф. Додиева, в вопросе трансмиссионного механизма он высказывает следующее мнение. По мнению Центрального банка Республики Узбекистан о трансмиссионном механизме денежно-кредитной политики, "трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики отражает процесс влияния изменения процентных ставок Центрального банка на экономическую активность и, в конечном итоге, на уровень инфляции." Ученые нашей страны не проводили комплексного анализа трансмиссионного механизма, а анализировали состояние денежно-кредитной политики.

Мнения ученых о трансмиссионном механизме, а также определения Центрального банка очень близки друг к другу и не вызывают спорных ситуаций. Сходство взглядов учёных на трансмиссионный механизм заключается в том, что результат механизма, как правило, считается важным в воздействии на валовое производство и инфляцию. Однако следует подчеркнуть, что денежно-кредитная политика Центрального банка влияет не только на валовое производство и инфляцию, но также имеет значение для уровня безработицы и платёжного баланса, что особенно актуально для развивающихся стран, таких как наша. В связи с этим, с нашей точки зрения, в широком смысле трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики Центрального банка представляет собой экономический процесс, в результате изменений в инструментах монетарной политики через каналы механизма оказывающий влияние на инвестиционные расходы предприятий, государственные расходы, потребительские расходы населения, а также на чистый экспорт, что в свою очередь приводит к изменениям в валовом производстве, инфляции, безработице и платёжном балансе.

Хотя влияние изменения денежной массы Центральным банком на номинальную процентную ставку не вызывает споров среди ученых, однако существуют различные взгляды на то, как Центральный банк влияет на расходы домашних хозяйств и фирм. Эти взгляды ученый Калифорнийского университета В. Рэмей условно разделил на две группы: «точка зрения с позиции денег» и «точка зрения с позиции кредита». Кроме того, к этим взглядам экономист С. Моисеев добавил подход «точка зрения с позиции предложения».

Вторая глава диссертации под названием «**Методологические основы оценки эффективности каналов трансмиссионного механизма**» посвящена трем частям методологии трансмиссионного механизма: методологическим основам воздействия каналов механизма на экономику, методологическим основам анализа эффективности каналов механизма и методологическим основам эмпирического анализа деятельности каналов трансмиссионного механизма монетарной политики, в которых были проведены исследования и сделаны научные выводы.

Методологическими основами влияния каналов трансмиссионного механизма монетарной политики на экономику можно считать следующее.

Экономисты, хотя и не сомневаются в существовании процентного канала трансмиссионного механизма, проводили исследования с использованием различных математических моделей, чтобы изучить период воздействия этого канала на экономику.

Работа процентного канала очень проста: если предположить, что уровень цен остается неизменным (в краткосрочной перспективе изменение процентной ставки не влияет на уровень цен), то снижение номинальной процентной ставки Центральным банком приведет к снижению реальных процентных ставок. Это, в свою очередь, снизит затраты предприятий на привлечение финансовых ресурсов и приведет к увеличению совокупного спроса. Увеличение совокупного спроса, в свою очередь, приведет к росту совокупного производства. Или наоборот, в случае обратной ситуации.

Если более четко объяснить влияние трансмиссионного механизма монетарной политики на экономику, то увеличение денежной массы приведет к росту ожидаемого уровня цен (P^e) и инфляции (π^e). Это, в свою очередь, приведет к снижению реальной процентной ставки ($r \downarrow = i - \pi^e$), что повлияет на инвестиционные расходы предприятий и увеличение совокупного производства.

$$M \uparrow \Rightarrow P^e \uparrow \Rightarrow \pi^e \uparrow \Rightarrow r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

На наш взгляд, через процентный канал влияние на экономику осуществляется следующими способами:

а) Влияние на инвестиционные расходы предприятий.

$$i_{MB} \downarrow \Rightarrow i_{real} \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

б) влияние на государственные расходы;

$$i_{MB} \downarrow \Rightarrow TB \text{ korr. sch.} \uparrow \Rightarrow QQ \text{ требование} \uparrow \Rightarrow P_{QQ} \uparrow \Rightarrow i_{QQ} \downarrow \\ \Rightarrow \text{Государственные расходы } (G) \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

с) влияние на потребление населения:

$$i_{MB} \downarrow \Rightarrow TB \text{ korr. sch.} \uparrow \Rightarrow i_{\text{кредит}} \downarrow \Rightarrow \text{Выделение кредитов населению} \uparrow \\ \Rightarrow \text{Приобретение долгосрочных потребительских товаров } (C) \\ \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

д) влияние на объем экспорта:

$$i_{MB} \downarrow \Rightarrow M_2 \uparrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow \text{Экспорт} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

е) влияние на объем импорта

$$i_{MB} \downarrow \Rightarrow G \uparrow; C \uparrow; I \uparrow \Rightarrow \text{Национальный доход} \uparrow \Rightarrow \text{Импорт} \uparrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Процентная ставка канала влияет на экспорт и импорт страны, и в результате этого торговый баланс может изменяться как в положительную, так и в отрицательную сторону, в зависимости от выполнения условия Маршалла-Лернера (Marshall-Lerner condition).

Здесь:

i_{MB} – Номинальная процентная ставка Центрального банка;

i_{real} – Реальная рыночная процентная ставка;

I – Инвестиционные расходы предприятий;

$TB\ korr.\ sch.$ – Средства на расчетном счете коммерческих банков в Центральном банке;

P_{QQ} – Рыночная цена ценных бумаг;

i_{QQ} – Процент по ценным бумагам;

E – Обменный курс.

Б.Бернанке и М.Гертлер разделили банковский кредитный канал на два субканала. Это «канал банковского кредитования» (bank lending channel) (также называемый «узким банковским кредитным каналом» (narrow credit channel)) и «канал привлечения капитала» (cost-of-capital channel), а также «канал баланса» (balance sheet channel) (также известный как «широкий кредитный канал» (broad credit channel) или «финансовый акселератор» (financial accelerator channel)).

Канал банковского кредитования можно описать следующим образом:

$M \downarrow \Rightarrow$ Банковский ресурс $\downarrow \Rightarrow$ Банковский кредит $\downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$

По мнению Фредерика С. Мишкина, решения монетарной политики влияют на состояние балансов компаний несколькими путями²⁸. Первый путь: мягкая денежно-кредитная политика приводит к увеличению рыночной цены акций компании. В этой ситуации, из-за снижения вероятности негативного выбора со стороны банка при предоставлении кредита компании и уменьшения морального риска, инвестиционные расходы компаний увеличиваются, что, в свою очередь, приводит к росту валового внутреннего продукта (ВВП). Это можно увидеть на следующей схеме.

$M \uparrow \Rightarrow P \uparrow \Rightarrow$ Вероятность отрицательного выбора \downarrow , Моральный риск \downarrow
 \Rightarrow Кредит $\uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Здесь: M – денежная масса, P – рыночная цена ценных бумаг, I – инвестиционные расходы компаний, Y – валовой внутренний продукт (ВВП).

Если мы рассмотрим влияние валютного канала механизма передачи центрального банка на макроэкономические показатели, то в этом случае девальвация обменного курса, проводимая центральным банком, воздействует на чистый экспорт ($NX \uparrow$), что, в свою очередь, изменяет валовой выпуск и уровень инфляции в стране.

Девальвация Центрального банка $\Rightarrow e \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow$ Валовой спрос $\uparrow \Rightarrow Y \uparrow$ *va* $\pi \uparrow$

В качестве методологических основ воздействия на экономику канала цены активов трансмиссионного механизма монетарной политики можно привести следующее.

²⁸ Frederic S. Mishkin (2011). The Economics of Money, Banking, and Financial Markets// 6th Edition, Addison Wesley Publishing Company. pp. 638-666.

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Схема влияния канала богатства на экономику выглядит следующим образом:

$$M \downarrow \Rightarrow i_{MB} \uparrow \Rightarrow i_{QQ} \uparrow \Rightarrow P_e \downarrow \Rightarrow \text{Богатство населения} \downarrow \Rightarrow \text{Потребление} \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

В качестве методологических основ анализа эффективности каналов трансмиссионного механизма можно привести следующее.

Методология анализа эффективности каналов трансмиссионного механизма

Канал процентных ставок

1-й этап

- Наличие конкретной индикативной процентной ставки в Центральном банке;
- Уровень развития рынка государственных ценных бумаг;
- Наличие у Центрального банка одной конкретной цели (таргета);
- Доля кредитов, полученных от Центрального банка, в пассивах баланса коммерческих банков.

2-й этап

- Влияние процентной ставки на уровень потребления населения;
- Отсутствие резких колебаний уровня цен и заработной платы в краткосрочной перспективе;
- Доля товаров, чувствительных к изменениям процентной ставки, в структуре ВВП.

Валютный канал

2-й этап

- Экспортный потенциал страны;
- Доля импортных товаров на местных рынках;
- Доля иностранных инвестиций и кредитов в составе вложений в основной капитал;
- Доля кредитов в иностранной валюте в составе выданных кредитов банками;
- Доля депозитов юридических и физических лиц в иностранной валюте в общем объеме депозитов в кредитных учреждениях.

Канал банковского кредита

1-й этап

- Доля кредитов в активах коммерческих банков;
- Развитость рынка секьюритизации;
- Уровень развития банковской системы в стране;
- Характеристики кредитных соглашений банков;
- Доля иностранных банков в банковской системе страны;
- Уровни ликвидности и достаточности капитала коммерческих банков..

2-й этап

- Большая доля кредитов, предоставленных частному сектору, приходится на малые и средние банки;
- Доля предприятий, которые не имеют альтернативных источников финансирования, в общем числе предприятий;
- Неравный доступ всех предприятий к банковским кредитам.

Методология эмпирического анализа работы каналов трансмиссионного механизма монетарной политики:

В эконометрическом анализе широко используются модели ARIMA (авторегрессионная интегрированная скользящая средняя), VAR (векторная авторегрессия), VECM (векторная модель коррекции ошибок). Наряду с этими моделями также совершенствуются модели BVAR (Байесовская векторная авторегрессия) и SVAR (структурная векторная авторегрессия), которые могут предоставить точные краткосрочные прогнозы.

Модель VAR — это модель, которая используется для определения отношений между несколькими переменными на основе изменений в течение определенного периода времени. Модель VAR выражает динамику нескольких временных рядов, где текущие (настоящие) значения серии зависят от значений временных рядов в предыдущие периоды (с лагом). Модель VAR состоит из эконометрических уравнений, каждое из которых является авторегрессией и моделью предыдущего распределения (ADL). Здесь y^i , $i = 1, 2, \dots, k$ — это временные ряды, относящиеся к i -му периоду времени, и модель ADL, охватывающая временные ряды, будет выглядеть следующим образом.

$$y_t^i = a_0^i + \sum_{j=1}^k a_{1j}^i \cdot y_{t-1}^j + \sum_{j=1}^k a_{2j}^i \cdot y_{t-2}^j + \dots + \sum_{j=1}^k a_{pj}^i \cdot y_{t-p}^j + \varepsilon_t^i$$

Однако удобнее записывать модель в векторно-матричном виде. Для этого возьмем вектор $y_t = (y_t^1, y_t^2, \dots, y_t^k)$ временных рядов. В таком случае вышеуказанное уравнение можно выразить как единую формулу для каждого временного ряда следующим образом.

$$y_t = a_0 + A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + A_p y_{t-p} + \varepsilon_t = a_0 + \sum_{m=1}^p A_m y_{t-m} +$$

Здесь — A_m матрица, состоящая из элементов a_{mj}^i . Это уравнение представляет собой векторную авторегрессионную модель с g строками.

Матрица для этого векторного авторегрессионного уравнения выглядит следующим образом::

$$\begin{pmatrix} y_{1,t} \\ y_{2,t} \\ \vdots \\ y_{k,t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} a_{0,1} \\ a_{0,2} \\ \vdots \\ a_{0,k} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} a_{1,1}^1 & a_{1,2}^1 & \cdot & \cdot & \cdot & a_{1,k}^1 \\ a_{2,1}^1 & a_{2,2}^1 & \cdot & \cdot & \cdot & a_{2,k}^1 \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ a_{k,1}^1 & a_{k,2}^1 & \cdot & \cdot & \cdot & a_{k,k}^1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_{1,t-1} \\ y_{2,t-1} \\ \vdots \\ y_{k,t-1} \end{pmatrix} + \dots \\ + \begin{pmatrix} a_{1,1}^p & a_{1,2}^p & \cdot & \cdot & \cdot & a_{1,k}^p \\ a_{2,1}^p & a_{2,2}^p & \cdot & \cdot & \cdot & a_{2,k}^p \\ \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots & \vdots \\ a_{k,1}^p & a_{k,2}^p & \cdot & \cdot & \cdot & a_{k,k}^p \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_{1,t-p} \\ y_{2,t-p} \\ \vdots \\ y_{k,t-p} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{1,t} \\ \varepsilon_{2,t} \\ \vdots \\ \varepsilon_{k,t} \end{pmatrix}$$

В модели векторной авторегрессии влияние только изменений в предыдущем ряду данных выражается в форме вышеупомянутой матрицы.

Структурная модель VAR (SVAR) имеет несколько преимуществ по сравнению с традиционной моделью VAR (Vector Autoregression). Эти преимущества в основном связаны с более точным и обоснованным анализом взаимосвязей между экономическими переменными.

В третьей главе диссертационной работы, названной «Сравнительная и эмпирическая оценка эффективности канала процентной ставки передачи», исследуются такие аспекты, как сравнительный анализ канала процентной ставки передачи, эконометрический анализ воздействия канала процентной ставки на рыночные процентные ставки и эконометрический анализ влияния канала процентной ставки на экономику.

Канал процентной ставки в механизме передачи — один из самых сильных каналов в арсенале Центрального банка. Центральный банк, изменяя процентную ставку, первоначально влияет на краткосрочные рыночные процентные ставки. В зависимости от изменения краткосрочных рыночных процентных ставок, долгосрочные ставки адаптируются.

Наличие индикативной процентной ставки в Центральном банке в первую очередь сказывается на процентных ставках на денежном рынке и ставках по ценным бумагам. Центральный банк через свою процентную ставку оказывает влияние на эти два основных рынка.

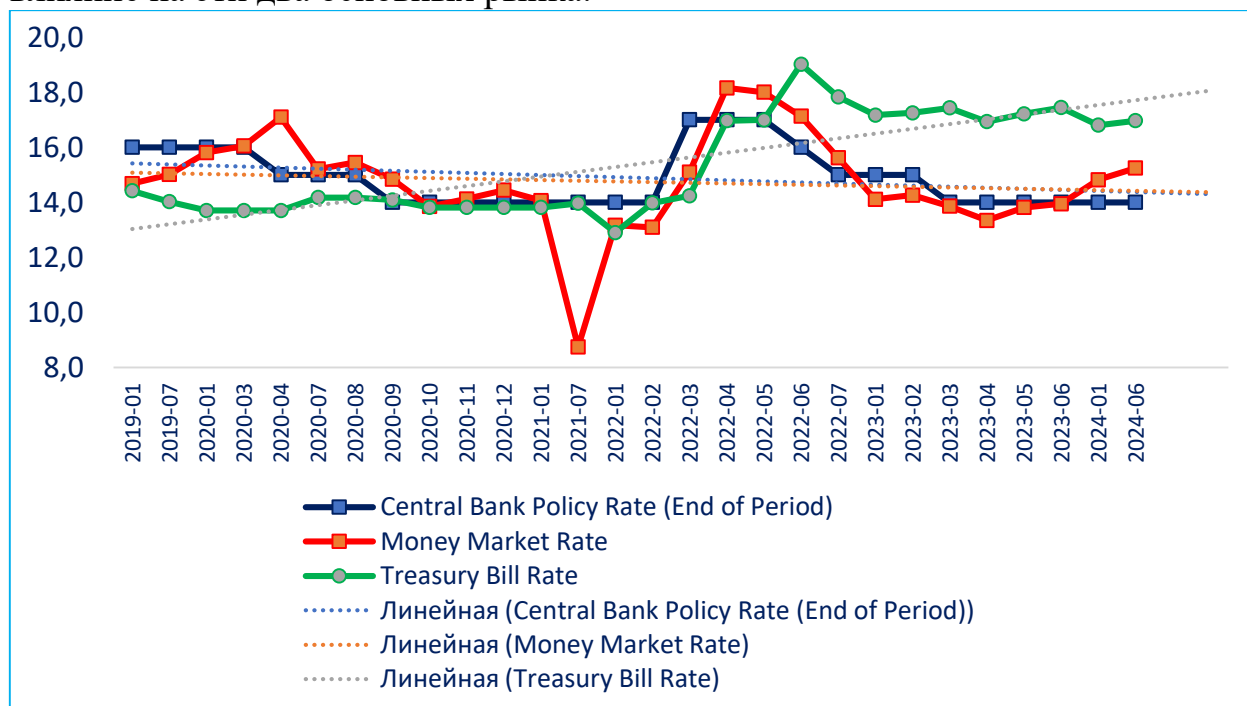


Рис. 1. Связь между основной процентной ставкой Центрального банка, процентной ставкой на денежном рынке и процентными ставками по государственным ценным бумагам (ГЦБ)²⁹

По результатам анализа установлено, что корреляция между основной процентной ставкой Центрального банка и процентной ставкой на денежном

²⁹ Разработка автора на основе данных официального сайта Центрального банка Республики Узбекистан www.cbu.uz

рынке составляет $\rho = 0,60$, что свидетельствует о сильной связи между ними. При этом тренды основной процентной ставки Центрального банка и процентных ставок на денежном рынке также очень близки друг к другу.

Однако установлено, что корреляция между основной процентной ставкой Центрального банка и процентными ставками по государственным ценным бумагам составляет $\rho = -0,14$, что означает отсутствие связи между этими переменными. Также была обнаружена корреляция между основной процентной ставкой Центрального банка и процентной ставкой по кредитам коммерческих банков, составляющая $\rho = 0,45$.

Кроме того, корреляция между основной процентной ставкой Центрального банка и процентными ставками по депозитам в национальной валюте составила $\rho = -0,01$, что указывает на отсутствие связи между этими переменными.

По результатам анализа наблюдается рост обязательств центрального правительства перед коммерческими банками. В частности, в 2019 году обязательства центрального правительства перед коммерческими банками составили 6609,4 млрд сумов, а на начало 2024 года этот показатель увеличился до 27252,0 млрд сумов.



Рис. 2. Остаток требований коммерческих банков к центральному правительству и Центральному банку на 1 января (в млрд. сум).³⁰

В заключение можно отметить, что до 2019 года влияние процентного канала механизма трансмиссии через рынок ценных бумаг было недостаточным. Однако с 2019 года, с развитием рынка государственных ценных бумаг и его расширением, а также с увеличением объемов облигаций Центрального банка на рынке ценных бумаг в 2020 году, влияние процентного канала механизма трансмиссии на экономику стало усиливаться.

³⁰ Разработка автора на основе данных официального сайта Центрального банка Республики Узбекистан www.cbu.uz

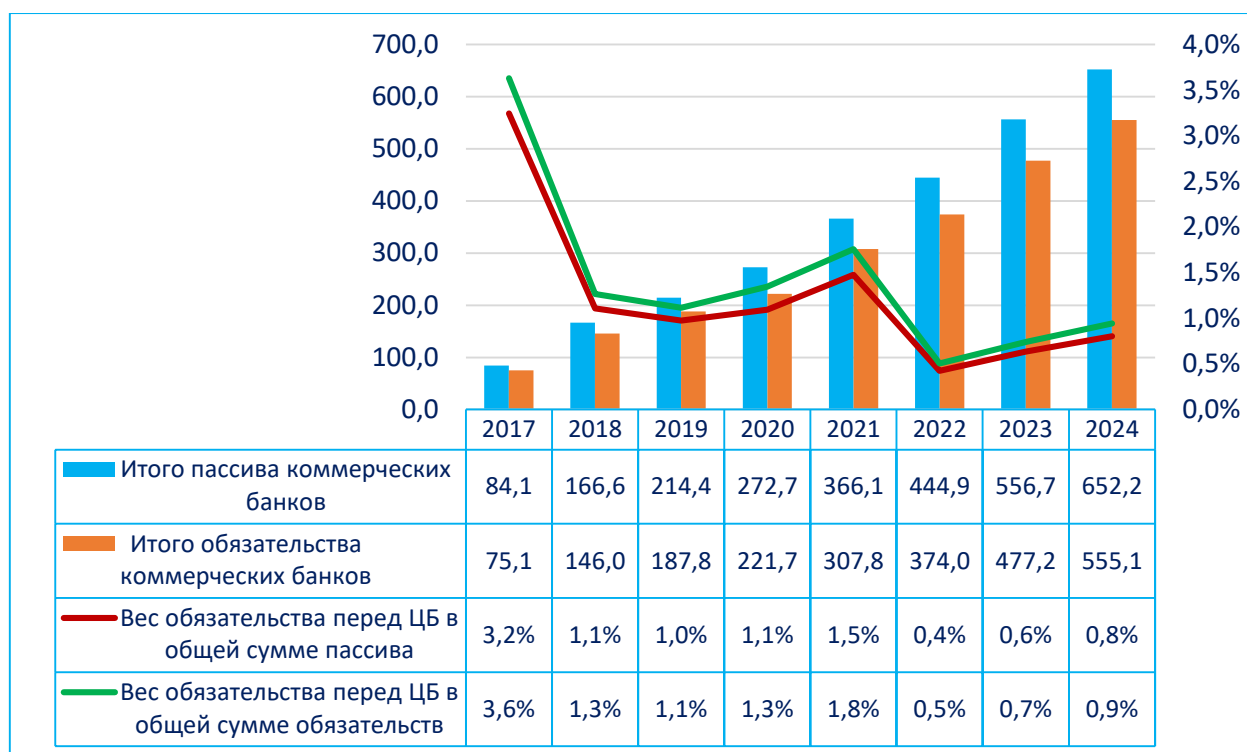


Рис. 3. Требования Центрального банка к банковской системе³¹

Из результатов анализа видно, что пассивы банковской системы на 1 января 2017 года составили 84,1 трлн. сум, а на 1 января 2024 года увеличились почти в восемь раз, достигнув 652,2 трлн. сум. При этом обязательства банковской системы также значительно возросли. Согласно статистическим данным, обязательства банковской системы на 1 января 2017 года составили 75,1 трлн. сум, а на 1 января 2024 года увеличились почти в восемь раз, составив 555,1 трлн. сум.

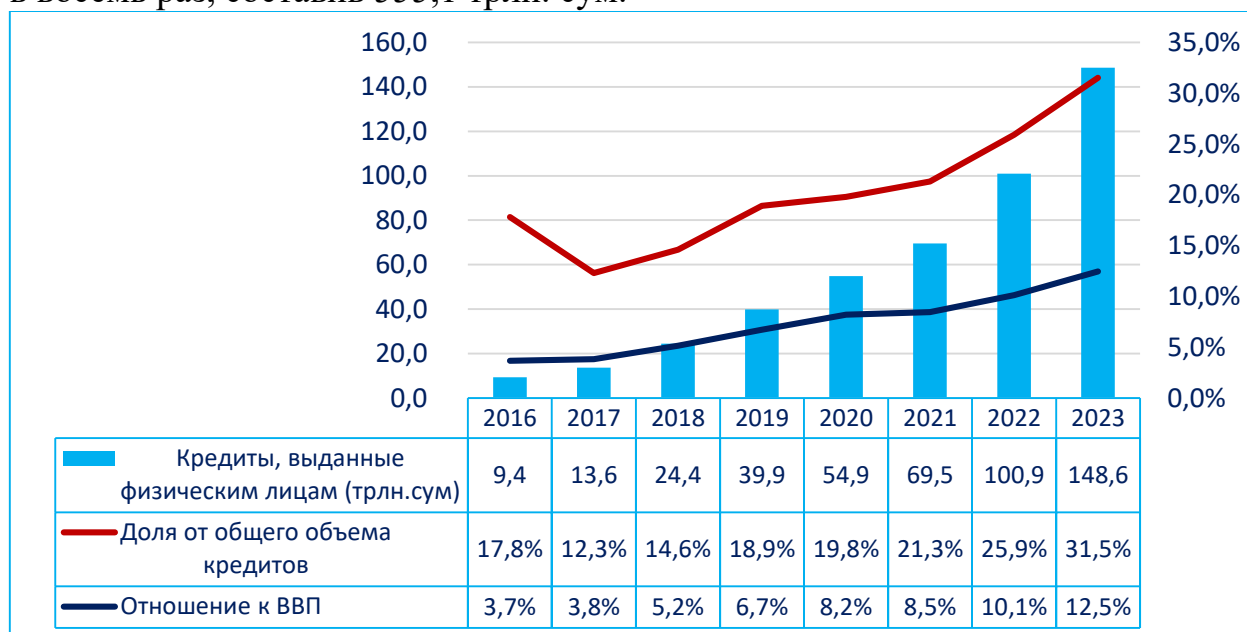


Рис. 4. Состояние кредитов, выделенных физическим лицам³²

³¹ Разработка автора на основе данных официального сайта Центрального банка Республики Узбекистан www.cbu.uz

³² Разработка автора на основе данных официального сайта Центрального банка Республики Узбекистан www.cbu.uz

Из результатов анализа видно, что соотношение кредитов, выделенных физическим лицам, к ВВП значительно увеличилось. В частности, в 2016 году это соотношение составило 3,7%, а в 2023 году этот показатель достиг 12,5%.

Сила воздействия процентного канала механизма передачи денежно-кредитной политики Центрального банка на экономику сильно зависит от стабильности уровня цен и заработных плат населения в краткосрочной перспективе. Если уровень цен и заработная плата населения изменяются резко, то влияние процентных ставок по кредитам коммерческих банков через процентный канал и, соответственно, на общий спрос в экономике ослабевает.

1-таблица

Графическая статистика доходов населения и уровня инфляции.³³

	Номинальный доход населения	Реальный доход населения	Инфляция
Mean	13.24226	5.985995	10.05071
Median	9.593344	5.762929	9.250000
Maximum	33.09274	9.368384	18.80000
Minimum	2.819023	2.819023	5.600000
Std. Dev.	9.849711	2.113258	3.894632
Observations	14	14	14

С 2016 по 2024 годы экономические реформы, в частности, либерализация валютной политики и решение проблемы наличных денежных средств, привели к резкому изменению уровня инфляции.

Из графической статистики доходов населения и уровня инфляции видно, что средний показатель номинальных доходов населения за период с 2010 по 2023 год составил 13,24 млн. сум, при этом его колебания варьировались от 2,81 млн. сум до 33,09 млн. сум. Также уровень отклонений от среднего значения номинальных доходов населения составил 9,85 млн. сум.

Далее мы проведем эмпирический анализ влияния процентного канала механизма передачи на рыночные процентные ставки. В этом анализе мы будем рассматривать такие эндогенные факторы, как реальная процентная ставка на краткосрочные депозиты, привлеченные коммерческими банками у физических лиц ($STDR\ of\ Ind_t$), реальная процентная ставка на краткосрочные кредиты, выданные физическим лицам ($STLR\ of\ Ind_t$), реальная процентная ставка на краткосрочные депозиты, привлеченные у юридических лиц ($STDR\ of\ LegEnt_t$), реальная процентная ставка на краткосрочные кредиты, выданные юридическим лицам ($STLR\ of\ LegEnt_t$), а также влияние реальной основной процентной ставки Центрального банка (INR_t) и реальной процентной ставки на денежном рынке (MMR_t). Выбранные показатели соответствуют периодам с января 2019 года по июнь 2024 года.

³³ Разработка автора на основе официальных данных Комитета по статистике при Президенте Республики Узбекистан.

**Результат модели SVAR по влиянию процентного канала на
финансовый рынок.**

Vector Autoregression Estimates (with restrictions)

	<i>STDR of Ind</i>	<i>STDR of LegEnt</i>	<i>STLR of Ind</i>	<i>STLR of LegEnt</i>
<i>INR (-1)</i>	0.328630 (0.13702) [2.39833]	0.143789 (0.22355) [0.64320]	0.568988 (0.18266) [3.11499]	0.586190 (0.16923) [3.46389]
<i>INR (-2)</i>	-0.022812 (0.15040) [-0.15167]	0.061027 (0.24537) [0.24871]	0.540507 (0.20049) [2.69592]	0.085645 (0.18575) [0.46109]
<i>INR (-3)</i>	-0.045447 (0.13034) [-0.34867]	0.234860 (0.21265) [1.10443]	0.152993 (0.17375) [0.88051]	0.110940 (0.16098) [0.68917]
<i>MMR (-1)</i>	0.358144 (0.07242) [4.94567]	0.154110 (0.11814) [1.30441]	0.099358 (0.09653) [1.02925]	0.246607 (0.08944) [2.75738]
<i>MMR (-2)</i>	0.204241 (0.08721) [2.34182]	0.035419 (0.14229) [0.24892]	0.210160 (0.11626) [1.80765]	0.286753 (0.10771) [2.66221]
<i>MMR (-3)</i>	0.152498 (0.07191) [2.12072]	0.051736 (0.11732) [0.44099]	0.109757 (0.09586) [1.14499]	0.015625 (0.08881) [0.17594]

Из результатов модели видно, что влияние процентного канала механизма передачи на финансовый рынок является значительным.

В данном исследовании мы анализируем влияние процентного канала механизма передачи монетарной политики на макроэкономические показатели, в частности, на валовый внутренний продукт и уровень инфляции. В нашем анализе в качестве зависимых показателей используются: рост валового внутреннего продукта ($LnGDP_t$), изменения уровня инфляции в экономике ($LnCPI_t$), изменения процентных ставок по краткосрочным кредитам ($LnSTLR_t$) и изменения процентных ставок по долгосрочным кредитам ($LnLTLR_t$). В качестве независимых переменных рассматриваются изменения основной процентной ставки Центрального банка ($LnINR_t$) и изменения денежной массы ($LnM2_t$). Все показатели были переведены в реальные значения относительно первого квартала 2017 года, а период анализа охватывает с первого квартала 2003 года по второй квартал 2024 года.

Таблица 3

Результат модели SVAR о влиянии процентного канала механизма трансмиссии на экономику.

	$LnSTLR_t$	$LnLTLR_t$	$LnCPI_t$	$LnGDP_t$
$LnINR_t$ (-1)	0.994155 (0.14531) [6.84183]	0.457437 (0.19126) [2.39168]	-1.325805 (0.13706) [-9.67331]	0.282880 (0.10154) [2.78583]
$LnINR_t$ (-2)	0.767459 (0.22618) [3.39311]	0.106239 (0.29772) [0.35684]	-0.982307 (0.21334) [-4.60434]	0.187724 (0.15806) [1.18768]
$LnINR_t$ (-3)	0.292731 (0.20055) [1.45964]	-0.286302 (0.26398) [-1.08456]	-0.632266 (0.18917) [-3.34235]	-0.043911 (0.14015) [-0.31332]
$LnM2_t$ (-1)	0.231708 (0.15582) [1.48699]	0.037026 (0.20511) [0.18052]	-0.272833 (0.14698) [-1.85626]	-1.670551 (0.10889) [-15.3413]
$LnM2_t$ (-2)	-0.309784 (0.22961) [-1.34918]	-0.150332 (0.30223) [-0.49741]	0.409257 (0.21658) [1.88966]	0.811678 (0.16046) [5.05858]
$LnM2_t$ (-3)	0.094092 (0.08279) [1.13653]	0.109125 (0.10897) [1.00140]	-0.196519 (0.07809) [-2.51658]	-0.126892 (0.05785) [-2.19330]

Из результатов модели видно, что влияние процентного канала Центрального банка на экономику, в частности на снижение уровня инфляции, является значительным. Однако влияние процентного канала на валовый внутренний продукт незаметно.

В четвертой главе диссертационной работы, под названием «Анализ текущего состояния функционирования канала банковских кредитов механизма передачи», исследуются такие аспекты, как сравнительный анализ канала банковских кредитов механизма передачи, влияние стабильности банковской системы на эффективность канала банковских кредитов, а также эконометрический анализ канала банковских кредитов механизма передачи.

Для эффективного функционирования процентного канала финансовый рынок должен быть высокоразвитыми и конкурентоспособным. Кроме того, финансовый рынок должен быть таким образом организован, чтобы изменения процентной ставки в монетарной политике имели заметное влияние на реальную экономику и валовый внутренний продукт. Однако в некоторых странах финансовые рынки слабо развиты, и изменения процентных ставок оказывают незначительное влияние на реальную экономику.

Кредиты банков являются одним из основных элементов, способствующих экономическому развитию, и в то же время важно, какая часть этих кредитов выделяется на реальный сектор экономики.



Рис. 5. Доля кредитов в активах коммерческих банков по формам собственности³⁴ (на 1 января)

Из данных на рисунке видно, что в банках, имеющих государственное участие в капитале, основная часть активов направлена на кредитные операции.



Рис. 6. Тенденции изменений процентных ставок по кредитам.³⁵

Процент по кредитам, предоставляемым юридическим лицам, остается высоким. В частности, процент по краткосрочным кредитам, предоставляемым юридическим лицам, составлял 22,2% в начале 2019 года, а к началу 2020 года этот показатель увеличился до 25,0%. На сегодняшний день этот процент составляет 23,4%.

³⁴ Разработка автора на основе данных официального сайта Центрального банка Республики Узбекистан www.cbu.uz.

³⁵ Разработка автора на основе данных официального сайта Центрального банка Республики Узбекистан www.cbu.uz.

Одним из важных факторов при оценке эффективности банковского кредитного канала трансмиссионного механизма является доля кредитов, направленных в частный сектор, которые приходится на малые и средние банки. Это объясняется тем, что малые и средние банки считаются более чувствительными к жесткой денежно-кредитной политике Центрального банка.

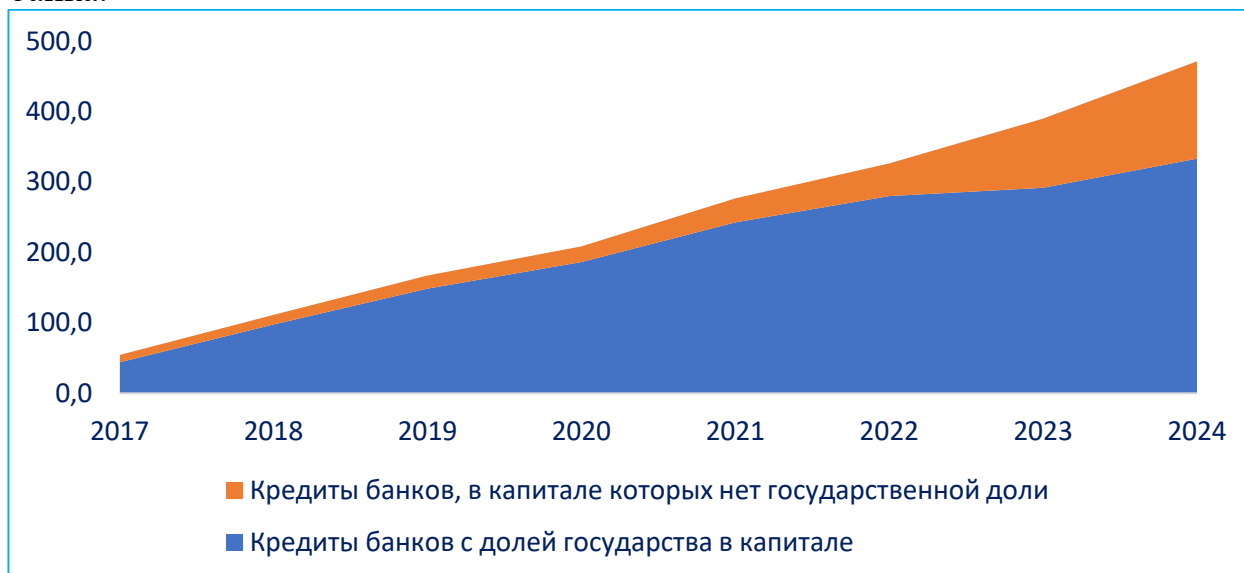


Рис. 7. Динамика кредитов, выделенных по категориям банков в зависимости от формы собственности³⁶ (в трлн. сум, на 1 января).

Из анализа данных видно, что основная часть кредитов, направленных в экономику, выделяется банками с долей государственной собственности в капитале. Рентабельность и доходность банковской системы являются основными показателями, которые отражают уровень развития банков.

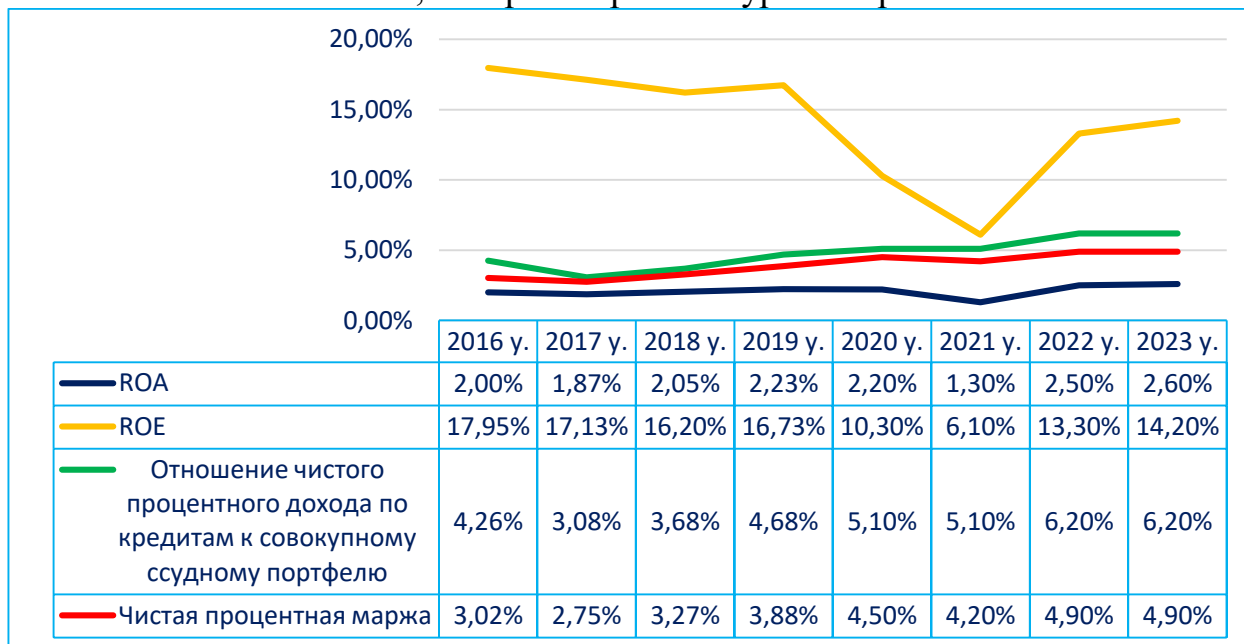


Рис. 8. Рентабельность и доходность банковской системы.³⁷

³⁶ Разработка автора на основе данных официального сайта Центрального банка Республики Узбекистан www.cbu.uz.

³⁷ Разработка автора на основе данных официального сайта Центрального банка Республики Узбекистан www.cbu.uz.

Из приведенных данных можно сделать вывод, что показатели доходности банков изменились незначительно за последние восемь лет. Хотя процент по банковским кредитам (поскольку банковские кредиты являются основными операциями, приносящими прибыль банкам) удвоился за этот период, однако уровень рентабельности и доля чистой процентной прибыли от общего объема кредитных вложений не увеличились так существенно.

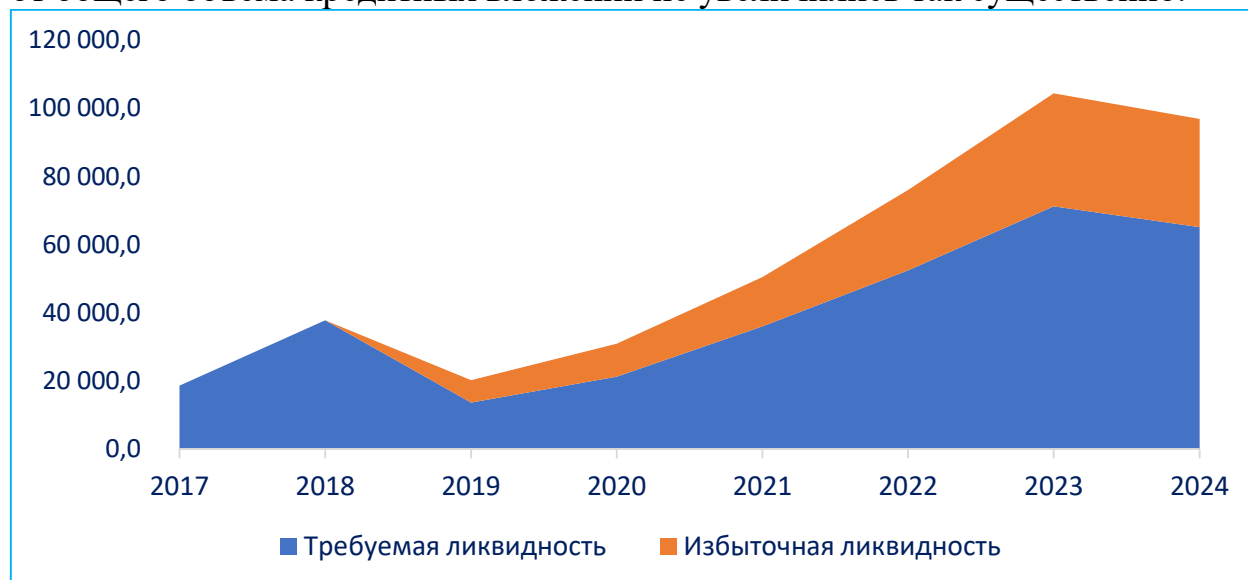


Рис. 9. Состояние ликвидных ресурсов в банковской системе страны³⁸ (в млрд. сумов, на 1 января).

Учитывая, что уровень ликвидности банка также влияет на эффективность банковского кредитного канала, в банковской системе Узбекистана в последние годы наблюдается незначительное увеличение уровня избыточной ликвидности в коммерческих банках.

Пятая глава диссертационной работы называется «**Сравнительный и эмпирический анализ эффективности валютного канала передачи**». В ней исследуются такие аспекты, как сравнительный анализ эффективности валютного канала передачи монетарной политики, эконометрический анализ влияния валютного канала на банковскую систему, а также эконометрический анализ воздействия валютного канала на экономику.

При оценке эффективности воздействия валютного курса на макроэкономические показатели важным является значение экспорта страны и его доля в ВВП. Поскольку изменение валютного курса непосредственно влияет на объем экспорта, и в зависимости от доли экспорта в ВВП определяется сила влияния валютного канала на инфляцию, уровень безработицы и показатели производства. Анализируя внутреннее и внешнее экономическое состояние Узбекистана, можно условно разделить анализируемый период на четыре части. В первой части, а именно в 1997-1999 годах, рассматривается ситуация.

Мы выше указали, что влияние валютного курса Центрального банка на макроэкономические показатели связано с ролью экспорта. Наряду с

³⁸ Разработка автора на основе данных официального сайта Центрального банка Республики Узбекистан www.cbu.uz.

экспортом, влияние на эффективность валютного канала передачи также оказывает потенциал импорта в стране.

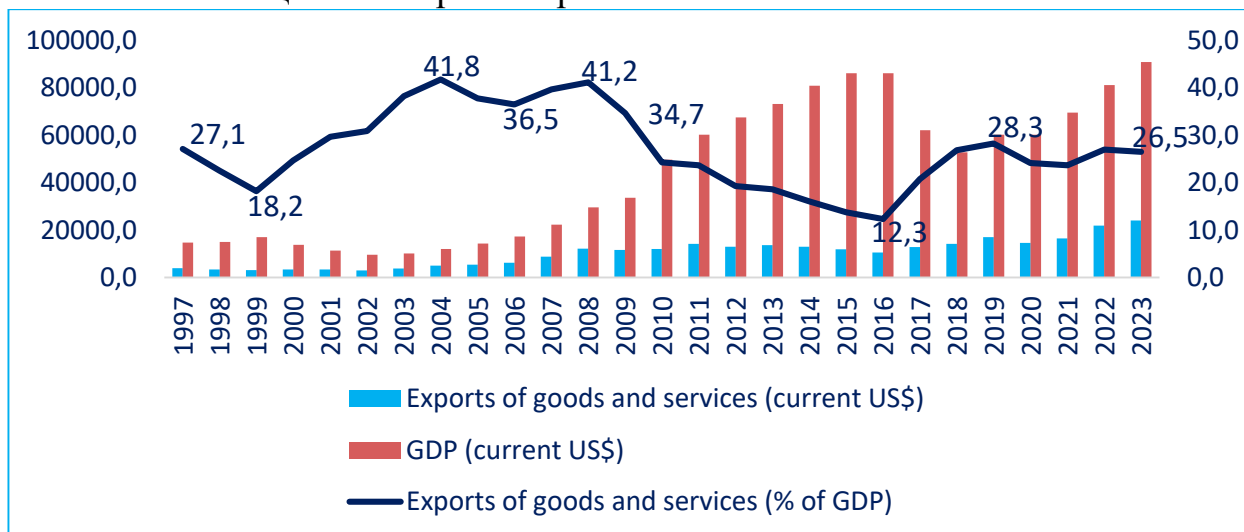


Рис. 10. Экспортный потенциал Узбекистана³⁹ (в млн. долларов США).

Изменения в объеме импорта страны связаны с нашим национальным доходом. Если национальный доход увеличивается, то и импорт также растет, и наоборот, если национальный доход уменьшается, то спрос на импортные товары также снижается. Это происходит, потому что объем импорта зависит от покупательной способности населения.



Рис. 11. Импортный потенциал Узбекистана⁴⁰ (в млн. долларов США).

Анализируя изменения объема импорта государства Узбекистан, можно условно разделить период анализа на четыре части, как и при анализе изменения объема экспорта.

С 2017 года улучшение международных экономических связей оказало значительное влияние на структуру инвестиций, направляемых предприятиями на основной капитал.

Предоставление коммерческими банками кредитов в иностранной валюте физическим и юридическим лицам является одним из индикаторов

³⁹ Разработка автора на основе данных <https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS>

⁴⁰ Разработка автора на основе данных <https://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS>

эффективности работы валютного канала трансмиссионного механизма. В рамках валютного канала трансмиссионного механизма изменения валютного курса влияют на объем кредитов в иностранной валюте, предоставляемых коммерческими банками.

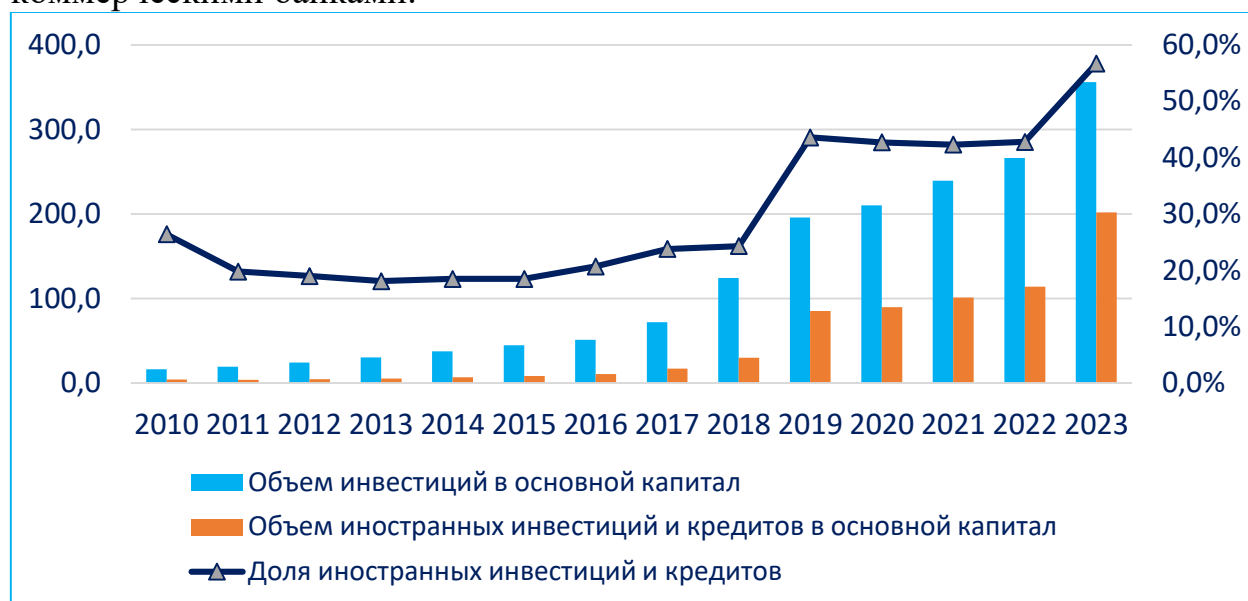


Рис. 12. Объем инвестиций в основной капитал и доля иностранных инвестиций и кредитов в нем.⁴¹

В нашем анализе мы оцениваем эффективность валютного канала Центрального банка на основе доли кредитов в иностранной валюте в общем объеме кредитов коммерческих банков.



Рис. 13. Тенденция кредитов, предоставленных банками в иностранной валюте⁴² (на 1 января, в трлн. суммах)

Через валютный канал трансмиссионного механизма можно влиять на желание юридических и физических лиц размещать депозиты в банках в

⁴¹ Разработка автора на основе официальных данных Комитета по статистике при Президенте Республики Узбекистан.

⁴² Разработка автора на основе официальных данных Центрального банка Республики Узбекистан

определенной валюте. Если Центральный банк допускает значительные колебания валютного курса, население избегает хранения средств в национальной валюте. В этой ситуации население предпочтет сохранять свои сбережения в жесткой валюте.



Рис. 14. Тенденция депозитов, привлеченных банками в иностранной валюте⁴³ (на 1 января, в трлн. суммах)

В своей научной работе мы провели эмпирический анализ влияния валютного канала на макроэкономические показатели. Исходя из деятельности валютного канала, мы рассмотрим влияние изменений обменного курса национальной валюты ($LnExR_t$), изменений реального объема экспорта нашей страны ($LnExport_t$) и изменений реальной стоимости объема импорта ($LnImport_t$). Выбранные показатели являются квартальными и охватывают период с первого квартала 2005 года по второй квартал 2024 года.

Таблица 4

Влияние трансмиссионного механизма валютного канала на торговый баланс.

	$LnExR_t$	$LnExport_t$	$LnImport_t$
$LnExR_{t-1}$	-0.355001 (0.11980) [-2.96323]	-0.862852 (0.62689) [-1.37641]	-0.775474 (0.37169) [-2.08635]
$LnExR_{t-2}$	-0.275895 (0.11893) [-2.31979]	-0.180789 (0.62233) [-0.29050]	-0.805855 (0.36899) [-2.18397]
$LnExR_{t-3}$	0.062111 (0.11320) [0.54868]	-0.102521 (0.59234) [-0.17308]	-0.122435 (0.35121) [-0.34861]

⁴³ Разработка автора на основе официальных данных Центрального банка Республики Узбекистан

Если проанализировать влияние валютного канала трансмиссионного механизма на торговый баланс с помощью модели структурных векторных авторегрессий (SVAR), то можно отметить, что влияние валютного канала оказывает статистически значимое воздействие только на объем импорта. Результаты модели SVAR, касающиеся импульсной реакции валютного канала трансмиссионного механизма на торговый баланс, представлены ниже.

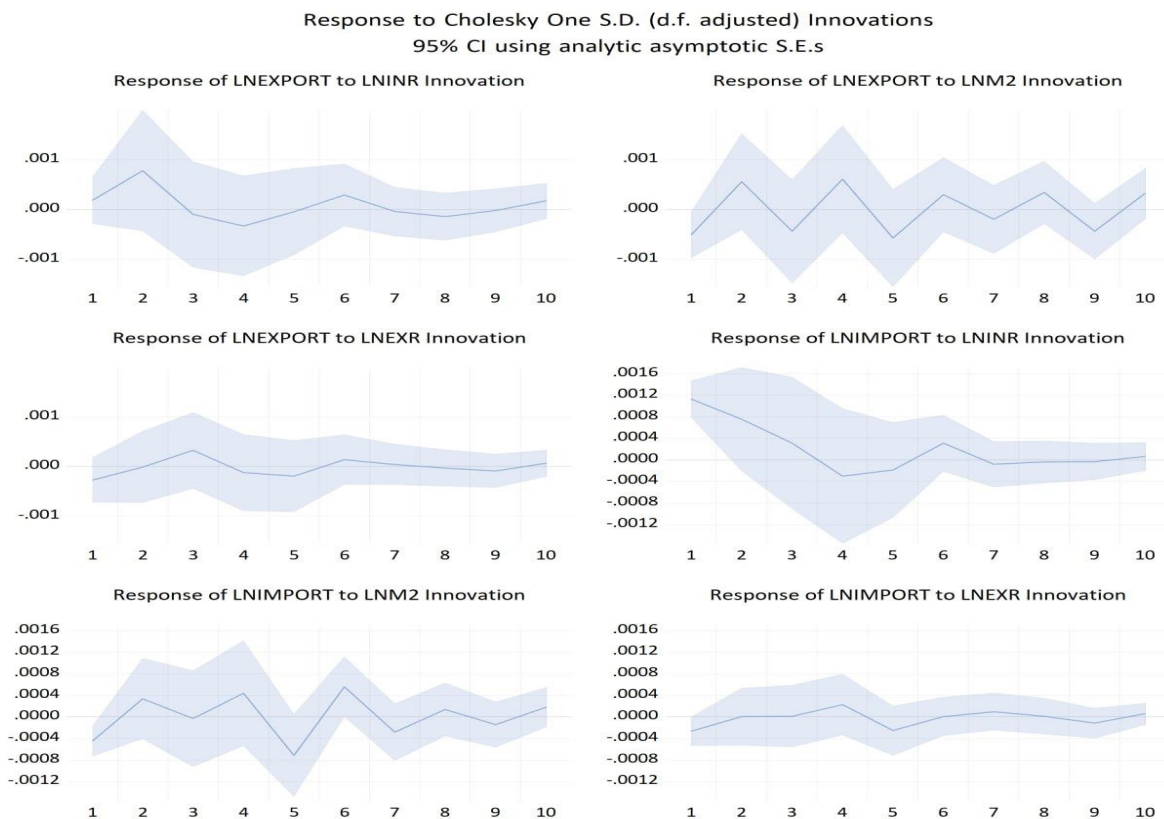


Рис. 15. Импульсная реакция макроэкономических показателей на процентный канал

Из импульсной реакции в модели структурных векторных авторегрессий видно, что изменение объема денежной массы в обращении с индикативной процентной ставкой оказывает положительное влияние на объем экспорта, и этот эффект сохраняется в течение двух кварталов. Также импульс изменения обменного курса национальной валюты оказывает положительное влияние на объем экспорта, который сохраняется в течение трех кварталов.

В шестой главе диссертации, озаглавленной «**Перспективы совершенствования деятельности каналов трансмиссионного механизма в условиях инфляционного таргетирования**», рассматриваются проблемы и научно-методические предложения по повышению эффективности каналов трансмиссионного механизма, в частности, процентного канала, канала банковского кредита и валютного канала.

В процессе совершенствования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в нашей стране существуют несколько проблем. Эти проблемы можно обобщить следующим образом: слабость финансовых рынков.

Финансовые рынки в нашей стране развиты слабее и значительно уже, чем в более развитых странах, что ограничивает возможности денежно-кредитной

политики оказывать влияние на экономическую активность. Размер кредитного рынка мал.

Слабая связь между краткосрочными и долгосрочными процентными ставками. Для того чтобы изменения процентных ставок через денежно-кредитную политику доходили до реальной экономики, краткосрочные ставки должны передаваться на долгосрочные ставки через коммерческие банки.

Зависимость от валютного курса. Как правило, в развивающихся странах местная валюта не устойчива на международном рынке и курсы могут резко колебаться. Это может наложить ограничения на применение монетарной политики. Колебания валютного курса могут привести к инфляции или уменьшению валютных резервов.

Высокий уровень инфляции. В развивающихся странах уровень инфляции обычно высок, что снижает возможность центральных банков проводить стабильную процентную политику. Высокий уровень инфляции затрудняет воздействие на реальную экономическую деятельность за счет быстрых колебаний процентных ставок.

Нехватка данных и статистических наблюдений. Для определения эффективности монетарной политики необходимы достоверные и современные экономические данные. В развивающихся странах такой информации недостаточно, что затрудняет предварительную оценку результатов политики центральных банков.

Институциональные слабости и недостатки в управлении. Во многих развивающихся странах независимость центральных банков низкая, а монетарная политика подвержена влиянию государственной политики. Это ограничивает своевременное и эффективное применение монетарной политики.

В решении этих проблем важно повысить способность центральных банков проводить эффективную политику за счет экономических реформ и развития финансового сектора.

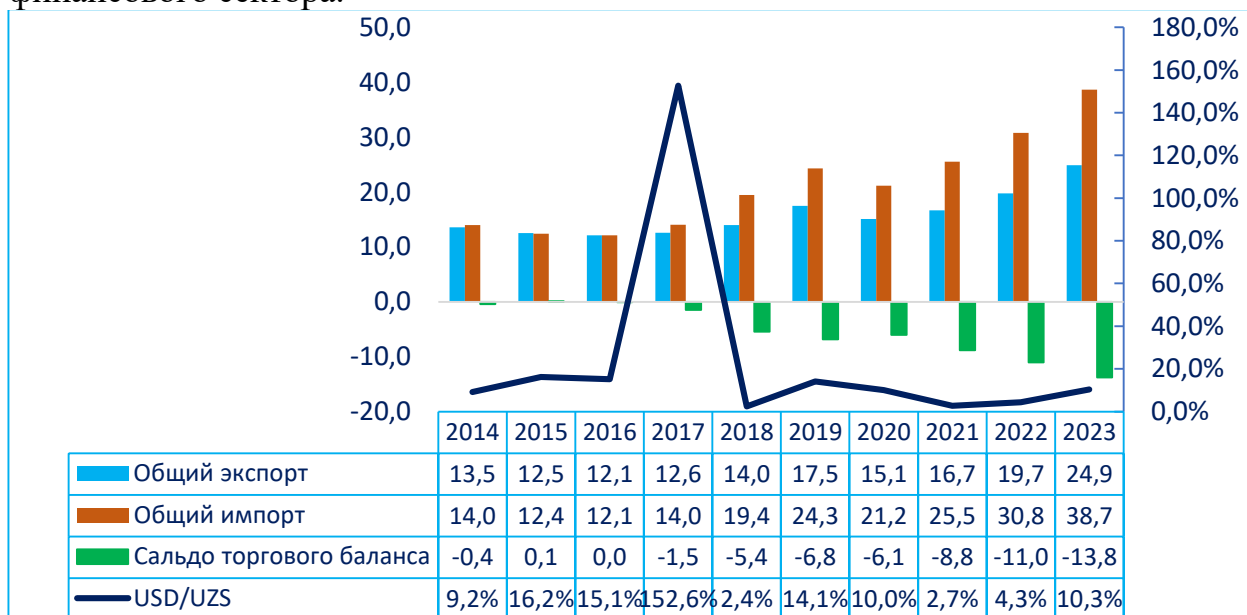


Рис. 16. Состояние торгового баланса Узбекистана⁴⁴

⁴⁴ Разработка автора на основе официальных данных Комитета по статистике при Президенте Республики Узбекистан.

В 2014-2016 годах торговый баланс оставался почти без изменений, однако начиная с 2017 года наблюдается все более значительный дефицит торгового баланса, хотя курс национальной валюты был девальвирован почти в два раза. Согласно статистическим данным, в 2017 году дефицит торгового баланса составил 1,5 млрд долларов США, а в 2023 году дефицит достиг 13,8 млрд долларов США, что является крупнейшим дефицитом за последние 30 лет.

В анализе рассматривались изменения цен на золото и газ, определяющиеся мировым рынком, а также влияние внешней трудовой миграции на экономику и независимую монетарную политику.

В качестве выбранных показателей внешних факторов были использованы изменения цен на золото на мировом рынке ($LnGold_t$), изменения цен на природный газ ($LnGas_t$), а также переводы между резидентами и нерезидентами, исключая экономическую стоимость товаров, услуг, финансовых или других активов (переводы заработной платы) ($LnRemit_t$). В качестве показателей влияния этих факторов на внутреннюю экономику были выбраны краткосрочная индикативная процентная ставка ($LnINR_t$), изменение обменного курса национальной валюты ($LnExR_t$), изменения в валовом внутреннем продукте ($LnGDP_t$), а также изменения уровня инфляции в экономике ($LnCPI_t$).

На следующем этапе анализа будет определена корреляционная матрица выбранных показателей.

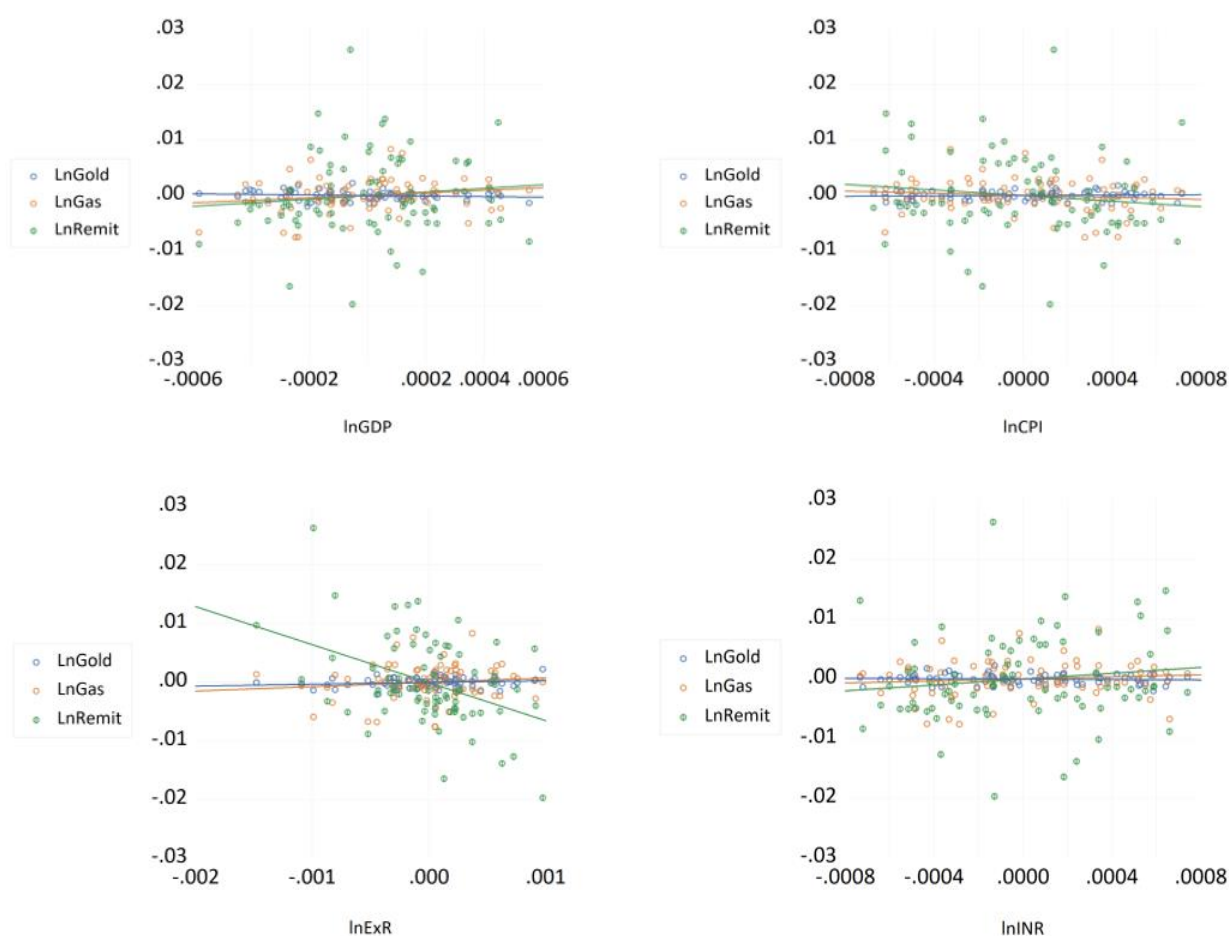


Рис. 17. Матрица корреляции показателей

Таблица 5

**Модель SVAR, отражающая влияние внешних факторов на
внутреннюю экономику и монетарную политику.**

Vector Autoregression Estimates (with restrictions)

	<i>LnGold_t</i>	<i>LnGas_t</i>	<i>LnRemit_t</i>	<i>LnINR_t</i>	<i>LnExR_t</i>	<i>LnGDP_t</i>	<i>LnCPI_t</i>
<i>LnGold_t</i> (-1)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.028433 (0.01840) [-1.54565]	-0.033731 (0.05210) [-0.64739]	-0.003418 (0.01700) [-0.20099]	0.026981 (0.01778) [1.51786]
<i>LnGold_t</i> (-2)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.060976 (0.01916) [-3.18185]	-0.131909 (0.05428) [-2.58788]	-0.036894 (0.01771) [-2.08281]	0.058240 (0.01852) [3.14504]
<i>LnGold_t</i> (-3)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.140978 (0.01943) [-2.10919]	0.056813 (0.05503) [1.03244]	-0.054524 (0.01796) [-3.03621]	0.208718 (0.04877) [2.06236]
<i>LnGold_t</i> (-4)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.030119 (0.01825) [-1.65015]	0.103438 (0.05170) [2.00084]	-0.014226 (0.01687) [-0.84323]	0.029949 (0.01764) [1.69806]
<i>LnGas_t</i> (-1)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.004194 (0.00635) [-0.66047]	-0.173060 (0.01799) [-4.06167]	0.003362 (0.00587) [0.57271]	0.004291 (0.00614) [0.69920]
<i>LnGas_t</i> (-2)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.012575 (0.00781) [-1.61042]	-0.028956 (0.02212) [-1.30929]	-0.007068 (0.00722) [-0.97930]	0.013026 (0.00755) [1.72641]
<i>LnGas_t</i> (-3)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	0.216942 (0.01729) [2.32315]	-0.037022 (0.02066) [-1.79240]	0.115029 (0.00674) [2.22952]	0.016856 (0.00705) [2.39203]
<i>LnGas_t</i> (-4)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.016419 (0.00648) [-2.53260]	0.016504 (0.01836) [0.89877]	-0.008529 (0.00599) [-1.42319]	0.016786 (0.00626) [2.67936]
<i>LnRemit_t</i> (-1)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	0.004400 (0.00380) [1.15733]	-0.035601 (0.01077) [-3.30584]	0.140093 (0.00351) [2.87201]	-0.004364 (0.00367) [-1.18766]
<i>LnRemit_t</i> (-2)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	0.007303 (0.00497) [1.46970]	-0.235864 (0.01407) [-2.54836]	0.005958 (0.00459) [1.29734]	-0.007397 (0.00480) [-1.54063]
<i>LnRemit_t</i> (-3)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	0.105206 (0.01488) [2.06684]	-0.029322 (0.01382) [-2.12143]	0.006686 (0.00451) [1.48230]	-0.005302 (0.00472) [-1.12441]
<i>LnRemit_t</i> (-4)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	0.005803 (0.00346) [1.67646]	-0.014775 (0.00980) [-1.50713]	0.002756 (0.00320) [0.86149]	-0.005704 (0.00334) [-1.70531]

Из результатов модели видно, что внешние факторы, в частности изменения цен на золото и газ на мировом рынке, а также изменение положительного сальдо трансфертов благодаря трудовой миграции в нашей стране, оказывают значительное влияние на внутреннюю экономику. При анализе результатов модели сначала изучим влияние внешних факторов на финансовый рынок.

По результатам анализа, повышение цены на золото на 1% на мировом рынке приводит к снижению обменного курса национальной валюты на 0,13% с двухквартальной задержкой, а краткосрочная индикативная процентная ставка по кредитам снижается на 0,14% с трехквартальной задержкой. Обнаруженная обратная зависимость между ценой золота на мировом рынке и обменным курсом национальной валюты логически оправдана. Ведь наша страна входит в десятку крупнейших производителей золота, и через экспорт этого золота мы поддерживаем стабильность обменного курса национальной валюты. Таким образом, чем больше иностранной валюты мы получаем за счет экспорта золота, тем больше удовлетворяем избыточный спрос на иностранную валюту на валютном рынке.

Также, повышение цены на газ на 1% на мировом рынке приводит к снижению обменного курса национальной валюты на 0,13% с квартальной задержкой и увеличивает краткосрочную индикативную процентную ставку по кредитам на 0,22% с трехквартальной задержкой. Логика заключается в том, что рост цен на газ на мировом рынке вызывает рост цен на газ в внутренней экономике, что, в свою очередь, приводит к повышению цен на конечные товары и услуги. Повышение уровня цен в экономике увеличивает спрос на деньги, что ведет к повышению процентных ставок по кредитам.

Согласно результатам анализа, увеличение положительного сальдо трансфертов благодаря трудовой миграции на 1% приводит к снижению обменного курса национальной валюты на 0,23% с двухквартальной задержкой, а краткосрочная индикативная процентная ставка по кредитам увеличивается на 0,10% с трехквартальной задержкой. На наш взгляд, эта зависимость также логически оправдана. Ведь увеличение положительного сальдо трансфертов за счет трудовой миграции повышает предложение иностранной валюты на внебиржевом валютном рынке, что способствует укреплению национальной валюты по отношению к иностранной. Также увеличение положительного сальдо трансфертов способствует росту национального дохода населения, что, в свою очередь, повышает спрос на деньги и увеличивает процентные ставки.

Результаты моделирования воздействия внешних факторов на товарный рынок показывают, что повышение цен на золото на мировом рынке не способствует росту реальной стоимости валового внутреннего продукта в нашей экономике. Напротив, повышение цен на золото на мировом рынке приводит к увеличению уровня инфляции в нашей экономике. В частности, повышение цены на золото на 1% на мировом рынке приводит к увеличению уровня инфляции в нашей экономике на 0,21% через три квартала.

Кроме того, было изучено влияние изменений цен на газ на мировом рынке на товарный рынок внутренней экономики. Согласно результатам, повышение цены на газ на 1% на мировом рынке через три квартала приводит к росту ВВП на 0,11% и повышению уровня инфляции на 0,02%.

Результаты анализа показывают, что изменение положительного сальдо трансфертов благодаря трудовой миграции оказывает положительное влияние на товарный рынок в нашей стране. В частности, увеличение положительного сальдо трансфертов на 1% приводит к росту валового спроса и, с квартальной задержкой, увеличивает реальный объем валового продукта на 0,14% в нашей экономике.

ВЫВОД

Сформулированы следующие научно-методические предложения и практические рекомендации по совершенствованию трансмиссионного механизма монетарной политики в нашей стране.

В целях повышения эффективности деятельности валютного канала обосновано, что валютный курс при операциях по покупке и продаже иностранной валюты на межбанковском валютном рынке определяется только на основе рыночных механизмов исходя из спроса и предложения на иностранную валюту;

В целях повышения эффективности деятельности валютного канала предложено разработать стимулирующие и регулятивные меры по снижению уровня долларизации экономики;

В целях повышения влияния процентных каналов и кредитных каналов на экономику коммерческие банки должны снизить долю льготных кредитов, выделяемых для финансирования предприятий с государственным участием и инвестиционных программ, а также повысить устойчивость банковской системы;

Усовершенствована методология механизма трансмиссии денежно-кредитной политики, в частности, методологические основы влияния каналов механизма на экономику, методологические основы анализа эффективности каналов механизма, а также методологические основы эпиметрического анализа деятельности каналов механизма трансмиссии денежно-кредитной политики;

Предложено повысить эффективность процентного канала в развитии рынка ценных бумаг путем размещения государственных ценных бумаг среди физических лиц в зависимости от купонной ставки, нулевой купонной ставки и уровня инфляции;

В целях дальнейшего развития вторичного рынка государственных ценных бумаг обосновано создание дополнительных удобств для инвесторов путем проведения расчетов результатов аукциона на основе стандарта T+2;

Обоснована возможность влияния трансмиссионного механизма монетарной политики на объем экспортно-импортных операций и регулирования торгового баланса через валютный канал в условиях открытой экономики;

Обосновано, что монетарная политика создает основу для эффективного проведения антиинфляционной политики и устойчивого экономического роста через трансмиссионный механизм процентного канала;

В результате либерализации валютной политики в нашей стране предложены прогнозные сценарии курса национальной валюты до 2028 года с учетом уровня инфляции во внутренней экономике, а также влияния колебаний торгового баланса во внешней экономике.

**SCIENTIFIC COUNCIL AWARDING
SCIENTIFIC DEGREES DSc.22/29.12.2023.I.175.01 AT
TASHKENT INTERNATIONAL UNIVERSITY**

RENESSANCE EDUCATION UNIVERSITY

ABSALAMOV AKRAM TOLLIBOYEVICH

**IMPROVING THE MONETARY POLICY TRANSMISSION
MECHANISM**

08.00.07 - Finance, money circulation and credit

**ABSTRACT
of the dissertation of the doctor of economics (DSc)**

Tashkent city – 2024 year

Tashkent city – 2024 year

The topic of the dissertation of the Doctor of Economics (DSc) is registered in the Higher Attestation Commission under the Ministry of Higher Education, Science and Innovation of the Republic of Uzbekistan under the number B2024.4.DSc/Iqt780.

The dissertation was completed at the Renaissance University of Education.

The abstract of the dissertation is posted in three (Uzbek, Russian, English (resume)) languages on the website of the Scientific Council (www.tiu.uz) and on the website of "ZiyoNet" Information and educational portal (www.ziyo.net).

Scientific consultant: Jumaev Nodir Khoshyatovich
Doctor of Economics, Professor

Official opponents: Berdiyarov Bakhriddin Tavasharovich
Doctor of Economics, Professor

Mirzaev Farhod Isamovich
Doctor of Economics, Professor

Rakhmatov Hasan Utkirovich
Doctor of Economics

Leading organization: ЧАБ Trastbank

The dissertation defense will be held at the meeting of the Scientific Council DSc.22/29.12.2023.I.175.01 at the Tashkent International University on "30" 11 2024, at 10⁰⁰ hours. Address: 100114, Tashkent city, Kichik halqa yoli street, 7. Tel.: (99895) 131-55-55; fax: (99895) 131-55-55; e-mail: info@tiu.uz

The dissertation can be found at the Information and Resource Center of the Tashkent International University (registered under No. 15). Address: 100114, Tashkent, Kichik Khalka Yuli Street, 7. Tel.: (99895) 131-55-55; fax: (99895) 131-55-55; e-mail: info@tiu.uz

The abstract of the dissertation was distributed on "15" 11 2024.
(Register of the mailing protocol No. 24 dated "01" 11 2024).



Sh.Sh. Turayev
Chairman of the Scientific Council for
awarding scientific degrees, Doctor of
Economics, Professor

I.X. Abdurakhmonov
Scientific secretary of the scientific
council for awarding scientific
degrees, Doctor of Economics,
Associate professor

D.A. Rakhmonov
Chairman of the Scientific Seminar at
the Scientific Council for awarding
scientific degrees, Doctor of
Economics, Professor

INTRODUCTION (Dissertation Abstract for Doctor of Philosophy (PhD))

The purpose of the study is to develop scientific and methodological proposals and practical recommendations aimed at improving the transmission mechanism of monetary policy.

The object of the research work is the banking system of the Republic of Uzbekistan.

The subject of the study is the economic relations arising in the process of functioning of the transmission mechanism of monetary policy channels.

Research methods. The dissertation employs methods of scientific abstraction, econometric analysis, comparative and structural analysis, economic-statistical and expert evaluation.

The scientific novelty of the research is as follows:

it is proposed that in order to increase the efficiency of the functioning of the currency channel, the exchange rates of foreign currencies in the interbank currency market during the purchase and sale of foreign currency should be determined exclusively on the basis of market mechanisms, based on the demand and supply of foreign currency;

to further develop the secondary market of state securities, it is proposed to create additional convenience for investors by conducting auctions based on the T+2 standard;

it is justified that in order to develop the securities market and increase the efficiency of the interest channel, state securities can be placed among individuals using a coupon rate, a zero coupon rate and linked to the level of inflation;

It has been empirically proven that the effectiveness of the interest rate channel of the transmission mechanism is high in reducing the gap between the inflation target and inflation expectations in the inflation targeting regime;

forecast scenarios for the exchange rate of the national currency until 2028 have been developed, taking into account the level of inflation in the domestic economy and the impact of trade balance fluctuations in the foreign economy caused by the liberalization of the country's currency policy.

The scientific and practical significance of the research results.

The scientific significance of the research is explained by the possibility of using its results in conducting special scientific research aimed at improving the transmission mechanism of monetary policy.

The practical significance of the research lies in the fact that the developed scientific proposals and practical recommendations can be used in developing a set of measures aimed at improving the impact of transmission mechanism channels of monetary policy on the country's economy. In addition, they can be used in the implementation of the tasks outlined in the New Uzbekistan Development Strategy for 2022-2026.

Implementation of the research results. Based on the obtained scientific results on improving the transmission mechanism of monetary policy:

in order to increase the efficiency of the currency channel, it is proposed that the exchange rate in the interbank currency market is determined exclusively on the basis of market mechanisms, based on the demand and supply of foreign currency. This proposal was used in the development of amendments and additions to articles 11 and

12 of the Law of the Republic of Uzbekistan "On the Central Bank of the Republic of Uzbekistan" in connection with the adoption of the Law dated September 20, 2024 "On improving the legislation in the field of ensuring cybersecurity," which was introduced into the legislation (according to the Reference No. 62 dated October 24, 2024 of the Institute of Parliamentary Research under the Legislative Chamber of the Oliy Majlis). As a result, it was found that a 1% increase in the money supply leads to a 1.17% decrease in the exchange rate of the national currency, and a 1% increase in the volume of exports increases the exchange rate by 0.1%. These conclusions were confirmed and substantiated by the model of least squares with intervals;

in order to increase the efficiency of the transmission mechanism's interest channel through the further development of the secondary market of state securities, it is proposed to use the T+2 standard for calculating the results of auctions, which will create additional convenience for investors. This proposal was used in the development of amendments and additions to the Law of the Republic of Uzbekistan "On Securities Market," in accordance with the Law of the Republic of Uzbekistan dated October 29, 2021 "On Amendments and Additions to Certain Legislative Acts of the Republic of Uzbekistan" (reference No. 62 dated October 24, 2024 of the Institute of Parliamentary Research under the Legislative Chamber of the Oliy Majlis). As a result, results were achieved in expanding the financial instruments of the market, attracting the free funds of the population to the financial market, as well as increasing the efficiency of the transmission mechanism's interest channel;

in order to increase the efficiency of the transmission mechanism's interest channel in the process of developing the securities market, it was proposed to introduce state securities with a coupon rate, without a coupon and tied to the level of inflation, as well as to organize their placement among individuals. This proposal was used in the development of amendments and additions to the Resolution of the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan dated February 21, 2022 "On measures to organize the issuance of state treasury obligations and bonds of the Republic of Uzbekistan" (according to the certificate No. 05/4370 dated October 23, 2024 of the Committee on Budget and Economic Reforms of the Senate of the Oliy Majlis). As a result, it was possible to expand the financial instruments in the market, attract the free funds of the population to the financial market, as well as increase the efficiency of the transmission mechanism's interest channel;

as part of inflation targeting, it was proposed to reduce the difference between the target inflation level and its expectations in order to increase the efficiency of the transmission mechanism's interest channel (according to the Reference No. 62 dated October 24, 2024 of the Institute of Parliamentary Research under the Legislative Chamber of the Oliy Majlis). As a result, it was established that an increase in the indicative interest rate by 1% leads to a decrease in the inflation rate in the economy by 0.63% with a delay of three quarters, and an increase in the money supply by 1% leads to an increase in the real volume of production in the country by 0.81% with a delay of two quarters;

as a result of the liberalization of the country's currency policy and taking into account the impact on domestic inflation, as well as foreign economic factors such as trade balance fluctuations, it was proposed to forecast the exchange rate of the national currency until 2028. This proposal was accepted by "Uzpromstroybank" JSC (reference of "Uzpromstroybank" JSC dated October 25, 2024 No. 04/6075). According to the

optimistic scenario, the exchange rate of the national currency in 2025-2027 is projected to devaluate by 19.5%, and at the beginning of 2028 the exchange rate with the US dollar will be 14,995.6 sums.

Publication of research results. A total of 26 scientific works have been published on the dissertation topic, including: 1 monograph, 19 articles in journals recommended by the Higher Attestation Commission of the Republic of Uzbekistan, of which 3 articles were published in foreign countries, and 16 articles in republican journals. Six theses were also presented, of which three were discussed at republican and three at international scientific and practical conferences.

The structure and scope of the dissertation. The dissertation consists of an introduction, six chapters, eighteen paragraphs, a conclusion, a list of sources and applications. The volume of the dissertation is 286 pages.

E'LON QILINGAN ISHLAR RO'YXATI
СПИСОК ПУБЛИКАЦИЙ
LIST OF PUBLICATIONS

I bo`lim (I част; Part I)

1. Absalamov A.T. Monetar siyosat transmission mexanizmi: nazariya va amaliyot // Monografiya. "Publishing High Future" OK nashriyoti", 2024. – 124 b.

2. Absalamov A.T. Interest Rate Channel and Market Rates in case of Uzbekistan – SVAR Approach // American Journal of Economics and Business Management. ISSN: 2576-5973. Vol 7, Issue 10, 2024. 803-811 pp. (Index Copernicus: 08.00.00, OAK rayosatining 2024-yil 28-maydagi 360-son qarori).

3. Absalamov A.T. The Impact of the Interest Channel of the Transmission Mexanism on the Economy in case of Uzbekistan – SVAR Approach // EPRA International Journal of Economics, Business and Management Studies. ISSN: 2347-4378. Vol 11, Issue 11 November, 2024. 107-114 pp. (Index Copernicus)

4. Absalamov A.T. The Impact of The Interest Channel of The Transmission Mechanism on The Economy – in the Case of Uzbekistan // Central Asian Journal of Innovations on Tourism Management and Finance. ISSN: 2660-454X. Vol 05, Issue 7, November, 2024. 429-437 pp.

5. Absalamov A.T. Tijorat banklari barqarorligining transmission mexanizm bank kredit kanaliga ta'siri // Moliya va bank ishi ilmiy elektron jurnal – Toshkent, №1, 2024 yil. 84-90 b. (08.00.00, №17).

6. Absalamov A.T. Transmission mexanizm foiz kanali samaradorligiga ta'sir etuvchi omillar tahlili // Aktuar moliya va buxgalteriya hisobi ilmiy jurnali ISSN 2181-1865. – Toshkent, №4 (09), 2024 yil. 438-451 b. (08.00.00, OAK rayosatining 2024-yil 31-yanvardagi 350/10-son qarori).

7. Absalamov A.T. Banklar likvidliligi va kapitallashuv darajasining bank kredit kanali samaradorligiga ta'siri // Yashil iqtisodiyot va taraqqiyot ilmiy elektron jurnal – Toshkent, №10, 2024 yil. 164-172 b. (08.00.00, OAK rayosatining 2023-yil 1-apreldagi 336/3-son qarori).

8. Absalamov A.T. Transmission mexanizm kanallarida foiz kanalining o'rni // Aktuar moliya va buxgalteriya hisobi ilmiy jurnali ISSN 2181-1865. – Toshkent, №4 (10), 2024 yil. 122-131 b. (08.00.00, OAK rayosatining 2024-yil 31-yanvardagi 350/10-son qarori).

9. Absalamov A.T. Transmission mexanizm valyuta kanali savdo balansi o'rtasidagi bog'liqlik // Muhandislik va Iqtisodiyot ilmiy jurnali – Toshkent, №4, 2024 yil. 82-93 b.

10. Absalamov A.T. Chet el valyutasidagi depozitlar va kreditlarning transmission mexanizm valyuta kanaliga ta'siri // International Journal of Finance and Digitalization ilmiy jurnali ISSN 2181-3957. – Toshkent, №3 (06), 2024 yil. 156-163 b.

11. Absalamov A.T. Tashqi savdo aylanmasining transmission mexanizm valyuta kanaliga ta'siri // International Journal of Finance and Digitalization ilmiy jurnali ISSN 2181-3957. – Toshkent, №3 (04), 2024 yil. 122-131 b.

12. Абсаламов А.Т. Трансмиссион механизм кредит канали самарадорлигини таҳлил қилишнинг методологияси // Moliya va bank ishi ilmiy elektron jurnal – Toshkent, №3, 2023 yil. 38-43 b. (08.00.00, №17).

13. Absalamov A.T. Monetar siyosati transmission mexanizmining ilmiy-nazariy asoslari // In an International conference on Modern science and scientific studies. Paris, France. ISSN (E) 2835-3730. 14/10/2024, 60-64 betlar.

14. Absalamov A.T. Influence of foreign investments and credits on the transmission mechanism channel currency // In an Multidisciplinary “International Conference on Research in Humanities, Applied Sciences and Education”, published with Confrence International Database, Berlin, Germany on 10th October 2024. 70-73 betlar.

15. Absalamov A.T. The scientific and theoretical views of scientists on the transmission mechanism bank credit channel // Confrencea – Virtual International Conferences. Dubai, U.A.E. 30th November 2023.

16. Absalamov A.T. The scientific and theoretical views of scientists on the transmission mechanism bank credit channel // International Multidisciplinary Conference. Glasgow, England 30th December, 2023, 798-800 betlar.

17. Absalamov A.T. Markaziy bank monetar siyosati transmission mexanizmiga iqtisodiy qarashlar // “Ta’limning zamonaviy transformatsiyasi” mavzusida respublika ilmiy-amaliy konferensiya materiallari to’plami. 2024 yil 14 oktabr, 134-137 betlar.

18. Absalamov A.T. Monetar siyosat transmission mexanizm foiz kanalining iqtisodiyotga ta’siri borasida ilmiy-nazariy qarashlar // “Yangi O‘zbekiston taraqqiyotida tadqiqotlarni o‘rni va rivojlanish omillari” mavzusida respublika ilmiy-amaliy konferensiya materiallari to’plami. 2024 yil 12 oktabr, 182-186 betlar.

19. Absalamov A.T. Transmission mexanizm valyuta kanali borasida olimlarning ilmiy-nazariy qarashlari // “Ilm - fan va innovatsion yutuqlarni rivojlantirishning dolzarb muammolari” mavzusida respublika ilmiy-amaliy konferensiya materiallari to’plami. №6. 2022 yil 20 iyun, 56-59 betlar.

II bo`lim (II част; Part II)

20. Абсаламов А.Т., Асомов Р.Б., Абдурахмонов И.Х. Инфляцион таргетлаш режимида фоиз каналининг самарадорилиги // Moliya va bank ishi ilmiy elektron jurnal – Toshkent, №2, 2023 yil. 27-36 b. (08.00.00, №17).

21. Абсаламов А.Т., Норбаева М.А., Азизов О.Р. Банк кредит портфелини диверсификациялаш орқали бошқариш ҳолати // Moliya va bank ishi ilmiy elektron jurnal – Toshkent, №1, 2022 yil. 116-122 b. (08.00.00, №17).

22. Абсаламов А.Т., Курбонбекова М.Т., Иногамов Х. Қайта молиялаш фойзининг бозор фоиз ставкаларига ҳамда макроиктисодий кўрсаткичларга таъсирининг SVAR модели // Moliya va bank ishi ilmiy elektron jurnal – Toshkent, №2, 2022 yil. 5-14 b. (08.00.00, №17).

23. Абсаламов А.Т. Банк кредит каналига таъсир этувчи омиллар таҳлили // Халқаро молия ва ҳисоб электрон илмий журнал, ISSN: 2181-1016, 2020 йил 5-сон. 1-16 бетлар. (08.00.00, №19).

24. Абсаламов А.Т. Марказий банк трансмиссион механизмининг валюта курси каналини импорт таъсирида такомиллаштириш йўллари // “Иқтисодиёт ва таълим” илмий журнал, 2019 йил 5-сон. 28-39 бетлар. (08.00.00, №11).

25. Абсаламов А.Т. Марказий банк валюта курси каналининг мамлакат экспорти таъсирида самарадорлигини ошириш йўллари // Moliya va bank ishi ilmiy elektron jurnal – Toshkent, №3, 2019 yil. 3-17 b. (08.00.00, №17).

26. Absalamov A.T., Xudoyorov O.O., Kholdorov S.U. Important Aspects Related to Foreign Exchange Operations of Commercial Banks //ICFNDS 2021: The 5th International Conference on Future Networks & Distributed Systems December 2021 Pages 693–697 <https://doi.org/10.1145/3508072.3508208>. 663-667 pp.

27. Абсаламов А., Турсунов А. Банк тизимидаги аҳоли депозитлари фозизига таъсир этувчи омилларнинг SVAR модели // the International Conference on “Enhancing of contemporary business management, economics, innovation technologies, and social sciences: a Viewpoint on research and practice” Tashkent, Uzbeksitan. 2021. 24 May.

28. Абсаламов А., Эргашев С. Тижорат банклар ликвидлилигига очик бозор сиёсати орқали таъсир этиш йўллари // “Банк тизимини инновацион ислох қилиш шароитида тижорат банкларини трансформациялашнинг илмий-амалий асос-лари” мавзусида республика илмий-амалий онлайн конференцияси материаллари тўплами.-Тошкент, 2021 йил 14 апрел.

Avtoreferat «Public Publish Printing» nashriyotida tahrirdan o‘tkazildi.

Bosishga ruxsat etildi: 15.11.2024-yil.
Bichimi 60x84 1/16, «Times New Roman»
garniturada raqamli bosma usulida bosildi.
Shartli bosma tabog‘i 4,2. Adadi: 100. Buyurtma: № 33.

«Public Publish Printing» MChJ
bosmaxonasida chop etildi.
Toshkent, M.Ulug‘bek tum., Moylisoy, 22.