



MOLIYA VA BANK ISHI

O'ZBEKISTON RESPUBLIKASI BANK-MOLIYA AKADEMIYASI ILMIY JURNALI



ҚАЙТА МОЛИЯЛАШ ФОИЗИНИНГ БОЗОР ФОИЗ СТАВКАЛАРИГА ТАЪСИРИНИ ОШИРИШ ЙЎЛЛАРИ

Курбонбекова Моҳичехра

Тошкент давлат иқтисодийёт университети докторанти

Ёзишмалар учун электрон почта: mohichehra89@list.ru

Иногамов Хаёт

Мустақил тадқиқотчиси

Электрон почта: xinagamov@mail.ru

Мақола ҳақида маълумот

Топширилган вақти: 20.11.2022

Қабул қилинган вақти: 05.12.2022

Таянч сўз ва иборалар: *монетар сиёсат, инфляция, пул бозори, пул массаси, қайта молиялаш сиёсати, кредит, депозит, асосий фоиз ставка.*

Аннотация

Марказий банк қайта молиялаш фоиз ставкасининг пул бозоридаги фоиз ставкага ва тижорат банкларининг қисқа муддатли кредитлари фоизига таъсири кучли бўлсада, аммо пул массаси ўсишига, тижорат банкларидаги аҳолининг қисқа муддатли депозитлари фоизига, ҳамда алмашинув курси девальвацияси даражасига таъсири сустлигича қолмоқда. Шунингдек, Марказий банк қайта молиялаш инструментида инфляцияни жиловлашда, иқтисодий мувозанатни таъминлашда ҳамда иқтисодий ўсишга стимул беришда фойдаланади. Таҳлил натижаларига кўра, Марказий банк инфляцияни жиловлашда қайта молиялаш инструментидаги таъсири кучсиз бўлмоқда. Аксинча муомалада пул массасининг ўзгариши инфляция даражасига катта таъсир қилмоқда.

WAYS TO INCREASE THE IMPACT OF REFINANCING INTEREST ON MARKET INTEREST RATES

Kurbonbekova Mohichekhra

Doctoral student of Tashkent State University of Economics

Corresponding author: email: mohichehra89@list.ru

Inogamov Khayot

Independent researcher

email: xinagamov@mail.ru

ARTICLE INFO

Received: 20.11.2022

Accepted: 05.12.2022

Key words: *monetary policy, inflation, money market, money supply, refinancing policy, credit, deposit, basic interest rate.*

Abstract

Although the central bank refinancing has a strong influence of the interest rate on the money market interest rate and the interest of short-term loans from commercial banks, but the impact on the growth of the money supply, the percentage of short-term deposits of the population in commercial banks, as well as the degree of devaluation of the exchange rate remains. The central bank also uses the refinancing instrument to curb inflation, ensure economic balance, and stimulate economic growth. According to the results of the analysis, the influence of the instrument of refinancing is becoming weak when the central bank curbs inflation. On the contrary, the change in the money supply in circulation greatly affects the level of inflation.

Кириш

Жаҳон иқтисодиётида, юқори даражада ташкил этилган қимматли қоғозлар бозори, пул бозори ҳамда банк кредит ва депозит операциялари Марказий банк монетар сиёсат инструментларидан фойдаланиш самарадорлигини оширишнинг зарурий шарти ҳисобланади. Хусусан, ушбу давлатларда индикатив фоиз ставка сифатида тижорат банклари учун банклараро пул бозори фоиз ставкаси олиниши, ЯИМдаги банк активлари улуши 80 фоиздан юқори эканлиги ҳамда истеъмол кредитлари орқали аҳоли харидларига кескин таъсир этиш имкони пул-кредит сиёсати инструментлари самарадорлигини ошироқда. Шунингдек, иккиламчи бозорда давлат қимматли қоғозлари савдоси фаоллиги, яъни нафақат тижорат банклари балки бошқа нобанк молия-кредит ташкилотлари, инвестицион компаниялар ҳам давлат қимматли қоғозлари олди-сотдисидида иштирок эта олиши монетар сиёсат очик бозор операциялари фаолиятига ижобий таъсир қилмоқда. Шу билан бирга, монетар сиёсат инструментларининг самарадорлигини ошириш, ўтказилган тадқиқот натижаларини чуқурлаштириш ва тўлдириш имконини берувчи инструментлар самарадорлигини таҳлил қилиш методологиясини ҳар томонлама ўрганиш долзарб аҳамият касб этади.

Марказий банклар турли иқтисодий тебранишларга қарши фоиз сиёсатидан фойдаланиш бугунги кунда асосий инструментлардан бирига айланган. Хусусан, 2008-2013 йиллардаги ипотека инқизорида, 2020 йилдаги пандемиянинг иқтисодиётга салбий таъсирини юмшатишда ва 2022 йил бошланган сиёсий ва харбий зиддиятларнинг иқтисодиётга таъсирини юмшатишда қайта молиялаш сиёсатидан кенг фойдаланади. 2008-2013 йиллардаги ипотека инқизорида, 2020 йилдаги пандемиянинг иқтисодиётга салбий таъсирини юмшатишда марказий банклар иқтисодиётдаги инвестицион муҳитни яхшилаш мақсадида фоиз ставкани пасайтиришган бўлса, бугунги кундаги сиёсий ва харбий зиддиятларнинг иқтисодиётга таъсирини юмшатиш мақсадида фоиз ставкани ошириш билан жавоб бермоқда.

Марказий банкларнинг қайта молиялаш сиёсати дастлабки марказий банклар пайдо бўлиши билан вужудга келган. Марказий банклар пайдо бўлишдан олдин, марказий банк функциясини, яъни пул эмиссия қилиш функциясини барча тижорат банклари амалга оширган. Аммо ўша даврда пул эмиссияси деганда муомалага олтин ва кумуш танганларни забт қилиб тушуниланган. Демак, қайси тижорат банкида олтин ва кумуш бўлса, ўша банк танга эмиссия қилаолган. Бу вазиятда марказий банкларни вужудга келтиришга зарурият бўлмаган. Кейинчалик иқтисодиётдаги ишлаб чиқариш ҳажмига мос пул эмиссиясини амалга ошириш масаласи қийинлашган. Яъни пул эмиссиясини амалга ошириш учун қўшимча олтин ва кумуш керак бўлган ва буни топиш, технология ривожланмаган бир даврда қийин жараён бўлган. Юқоридаги муаммоларни ҳал қилиш учун муомалада қоғоз пуллар пайдо бўлган. Тўғри, қоғоз пулларнинг

муомалага чиқиши ишлаб чиқаришга мос пул массасини таъминлаб бериш каби муаммони ҳал қилган аммо олтиннинг пул массасидаги аҳамияти пасаймаган. Чунки, бу қоғоз пуллар олтин билан таъминланиши лозим бўлган. Акс ҳолда ушбу қоғоз пуллар халқ томонидан қабул қилинмаган.

Адабиётлар шарҳи

Қайта молиялаш сиёсати марказий банклар арсеналидаги асосий инструментлардандир. Марказий банклар айнан қайта молиялаш сиёсатидан молия бозорига, ташқи савдо операциялар ҳажмига таъсир этишда ва провардида ялпи ишлаб чиқаришдаги кутилган ўзгаришларга олиб келишда кенг фойдаланиладилар. Шу мақсаддан келиб чиққан ҳолда, ривожланган ва ривожланаётган давлатлар олимлари ва илмий мактаблар томонидан қайта молиялаш инструментини қўллаш ва унинг самарадорлигини ўлчаш йўлида кенг тадқиқотлар олиб борилган.

L.Baştaв томонидан Туркия иқтисодиётида 2011Q1-2018Q2 давр оралиғида инфляцион таргетлаш режимида фоиз сиёсатининг иқтисодиётга таъсири таҳлил қилинган. Туркия марказий банки 2006 йилдан инфляцион таргетлаш режимини қўллашни бошлаган ва ушбу режимни самарали амалга ошириш учун Туркия марказий банки нафақат фоиз сиёсатидан балки тижорат банкларининг ортиқча ликвидлилик меъёридан ҳам фойдаланган. Иқтисодчи томонидан монетар сиёсат фоиз сиёсатининг самарадорлигини ўрганишда Granger and Toda-Yamamoto каби саба-оқибат методларидан фойдаланган. Таҳлил натижаларига кўра Туркияда фоиз сиёсати Кейнс моделига асосан самара бермаслигини аниқлаган. Унинг фикрича марказий банк фоиз ставкани пасайтиришдан мақсад ялпи талабни кучайтириш ҳисобланса, амалда фоиз ставканинг пасайиши кредитларга талабни ошириши ва профардида бозор фоиз ставканинг ошишига ҳамда марказий банкнинг ҳаракатларини йўққа чиқараётганлигини исботлаган.[3]

Frederic.Mishkin фикрича марказий банк қайта молиялаш инструменти орқали иқтисодий ўсишга таъсир қилиш охириги 50 йилда олимлар эътиборидан четда қолмаган. Унинг фикрича, марказий банк пул массасини қисқартириши орқали реал фоиз ставкани оширади ва бу корхоналарга қайта ишлаб чиқаришни кенгайтиришни қимматлаштиради ҳамда уларнинг инвестицион харажатларини камайдди. Инвестицион харажатларнинг қисқариши ялпи талабни камайтиришга ва натижада ялпи ишлаб чиқаришнинг камайтишига олиб келади. Унинг фикрича марказий банк пул массасини камайтириш орқали ёки пул массаси ўсишини секинлатиш орқали реал фоиз ставкани қисқартиради ва бу нафақат корхоналарнинг инвестицион харажатларини балки аҳолининг кредитларга боғлиқ истеъмолини ҳам камайтиради. Шунингдек, марказий банк қаттиқ пул кредит сиёсатини олиб бориши орқали реал фоиз ставканинг ошиши нафақат фоиз сиёсати орқали ялпи талабга балки кредит канали орқали ҳам кутилган

пасайишни янада кучайтиради.[5]

M.Ampudia, D.Georgarakos, J.Slcalek, O.Tristani, P.Vermeulen, ва G.Violante каби иқтисодчилар Евро ҳудудда монетар сиёсатнинг аҳоли даромадлари ва бойликларига қандай даражада гетероген таъсир (heterogeneous effects) кўрсатиши мумкинлигини таҳлил қилган. Улар дастлаб монетар сиёсатнинг Евро ҳудудда аҳоли даромадлари ва бойликлари ўртасидаги тенгсизликка таъсирини мавжуд ҳолатини таҳлил қилишган. Кейинги қадамда Евро ҳудудда уй хўжаликлари даромад ва харажатларига монетар сиёсатнинг турли инструментларининг, хусусан соф фоиз канали, вақтлараро алмаштириш (intertemporal substitution) ва билвосита даромад каналлари (indirect income channels)нинг таъсирини эмпирик таҳлил қилган. Улар монетар сиёсат фоиз каналидан кўра асосан билвосита даромад канали ликвид активларга эга бўлмаган уй хўжаликлари қарорларига катта таъсир қилишини аниқлашган. Уларнинг хулосаларига кўра айнан билвосита даромад канали уй хўжаликларининг истеъмол харажат ўзгаришига таъсир қилувчи асосий канал ҳисобланади.[1]

Eggertsson G.B., Juelsrud R.E., Summers L.H., ва Wold E.G. тадқиқотларидан кўришимиз мумкинки, марказий банклар асосий фоиз ставкани пасайтириш биринчи галда тижорат банкларида аҳолининг қисқа муддатли депозитлари фоизини пасайтиради. Бунинг таъсирида тижорат банкларида ресурсларнинг камайиши ва бу банк кредитлари фоизини пасайтиради. Тижорат банклари кредитлари фоизининг ошиши корхоналар учун ишлаб чиқаришни кенгайтириш учун харажатлар қимматга тушади ва бу инвестицион харажатларини камайтиради. Провардида ялпи талабнинг пасайиши ва ялпи ишлаб чиқаришнинг камайишига олиб келади.[4]

Arlene Wong АҚШда ЯИМнинг катта қисмини ташкил қиладиган аҳоли истеъмолига ва асосан ипотека бозори структураси қайта молиялаш сиёсатининг гетероген таъсирини ўрганган. Таҳлил натижаларига кўра қайта молиялаш ставкасидаги ўзгаришлар қайтадан ипотека кредитини олаётганларга, шунингдек ёш оилаларнинг биринчи бор ипотека кредитларини олиш қарорларига таъсири юқори эканлигини аниқланган. Шу билан бирга қатъий белгиланган фоиз ставкадаги ипотека кредитларига кўра сузиб юрувчи фоиздаги ипотека кредитларга қайта молиялаш сиёсатининг таъсири паст эканлиги топилган. Аммо сузиб юрувчи фоизларда қайта молиялаш фоизининг аҳоли истеъмолига умумий таъсири юқори бўлиши ҳам исботланган.[8]

Ben Bernanke 2010-2020 йиллардаги иқтисодий инқироздан кейинги даврда ривожланган давлатларда паст инфляция, ва ҳатто дефляция даврида марказий банк учун қўшимча инструментлар мавжудлигини таҳлил қилган. Хусусан, марказий банклар томонидан асосий номинал фоиз ставкани етарли даражада пасайтириш ва натижада реал фоиз ставка манфий ҳолатга келиши марказий банклар томонидан иқтисодий стимул бериш учун фоиз сиёсатидан фойдаланиш имкониятини чеклаб

қўйишини таъкидлаган. Бундай вазиятда марказий банклар иқтисодиётга стимул бериши учун узоқ муддатли фоиз ставкаларга, бошқа активлар баҳосига ёки қимматли қоғозларга урғу беришини маслаҳат беради. Хусусан, бу вазиятда марказий банкларда иккита инструмент, яъни марказий банк томонидан узоқ муддатли активларни сотиб олиши, ёки марказий банкларнинг узоқ муддатли режаларини аниқлаштириш ва ошкоралаштириш орқали иқтисодий агентлар қарорларига таъсир кўрсатиш мумкин.[12]

A.Auclert Италия ва АҚШ иқтисодиётида марказий банклар монетар сиёсатидаги қарорларнинг ялпи истеъмолга тақсимоли ўрганилган. Олим монетар сиёсатдаги учта каналнинг, яъни даромадларнинг тенгсизлигидан келиб чиқадиган даромаднинг гетерогенлиги канали, қутилмаган инфляциядан Фишер канали ҳамда фоиз ставка каналларининг ялпи харажатга таъсири таҳлил қилинган. Таҳлил натижаларига кўра ҳар учта канал ҳам монетар сиёсатнинг иқтисодий ўсишга таъсирини кучайтириши мумкин. Агар активлар узоқ муддатга эга бўлса, аммо инфляция индексациясининг контрафакт даражаси таъминланса, стандарт ва мукамал бўлмаган бозор модели эмпирик катталикларни тақдим этиши мумкин.[2]

Тадқиқот методологияси

Илмий тадқиқотда индукция, дедукция, синтез каби усуллардан фойдаланилган. Ўзбекистон Марказий банки пул-кредит сиёсати инструментларининг бозор фоиз ставкаларига ҳамда бутун иқтисодиётга таъсирини таҳлил қилишда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ҳамда Давлат Статистика қўмитаси маълумотларидан фойланилди.

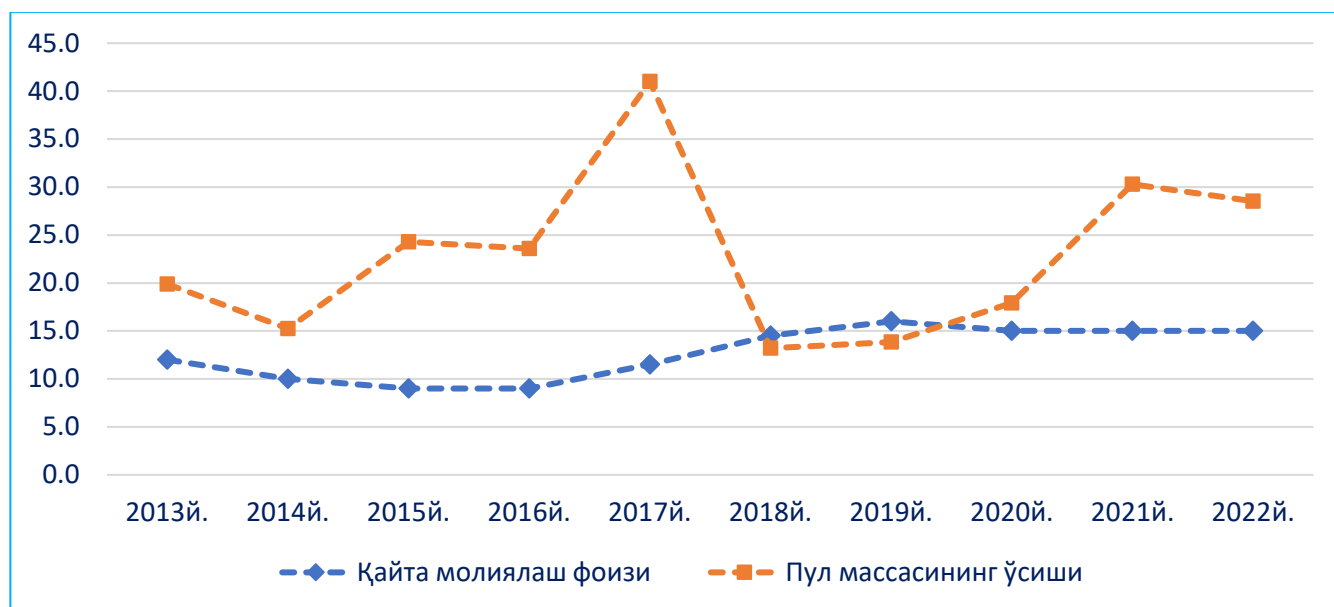
Таҳлил ва натижалар муҳокамаси

Марказий банк монетар сиёсатида қайта молиялаш инструменти бозор фоиз ставкаларга ҳамда алмашинув курси ўзгаришига таъсир этувчи асосий инструментларидан биридир. Аксарият давлатларда марказий банк қайта молиялаш фоизи индектив фоизлардан ҳисобланади. Бу каби ҳолат ўзбекистон иқтисодиётида ҳам кузатилади. Марказий банклар фойта молиялаш сиёсатидан дастлабки босқичда пул бозоридаги фоиз ставкага таъсир кўрсатса, кейинги босқичларда тижорат банкларининг қисқа муддатли депозит ва кредит фоизларига таъсир кўрсатади. Иқтисодиётда кредитлар фоизининг ўзгариши ялпи талабнинг ошишига ва аксинча пасайишига туртки беради. Бу ўз навбатида иқтисодиётдаги инфляция даражасига ҳамда алмашинув курси динамикасига таъсир кўрсатади.

Юқоридаги мақсадларни амалга оширишда дастлаб марказий банк асосий фоиз ставкани ўзгартириш орқали пул массасига таъсир кўрсатади. Марказий банклар асосий фоиз ставкани ўзгартириш орқали пул массасига таъсир кўрсатиш сезиларли бўлиши учун тижорат банкларини кредитлаш механизми яхши йўлга қўйилган бўлиши лозим.

Шундагина марказий банк асосий фоиз ставкани пасайтириш орқали тижорат банклари кредит олишларига қизиқтиради ва натижада пул массасининг ошишига олиб келади. Агар, марказий банкнинг мақсади пул массасини қисқартириш бўлса,

асосий фоиз ставкани ошириш орқали тижорат банкларининг ортиқча кредит олишларига бўлган хохишини сўндиради ва натижада пул массаси ошишини чеклайди.



1-расм. Марказий банк асосий фоиз ставкаси ва пул массаси ўртасидаги боғлиқлик[13]

Шу билан бирга, марказий банклар асосий фоиз ставкани ўзгартирмасдан пул массасига таъсир кўрсатиши мумкин. Бу ҳолат асосан ривожланган давлатлар тажрибасида кенг қўлланилади. Хусусан, ривожланган давлатларда 2022 йил март ойига қадар марказий банклар нол фоизли сиёсат юритади. Бунинг маъноси шундан иборатки, марказий банклар асосий фоиз ставкани шу даражада пасайтиришганки натижада асосий фоиз ставкани пасайтириш орқали пул массасига таъсир кўрсатиш қўлама тораиб кетган. Бу ҳолатда марказий банклар асосий фоиз ставкани ўзгартирмасдан очиқ бозор сиёсати ёрдамида пул массасига таъсир кўрсатишган. Аммо 2022 йил март ойидан кейин марказий банклар инфляция кутилмаларини юқориланганлиги учун асосий фоиз ставкани кўтаришга мажбур бўлишди.

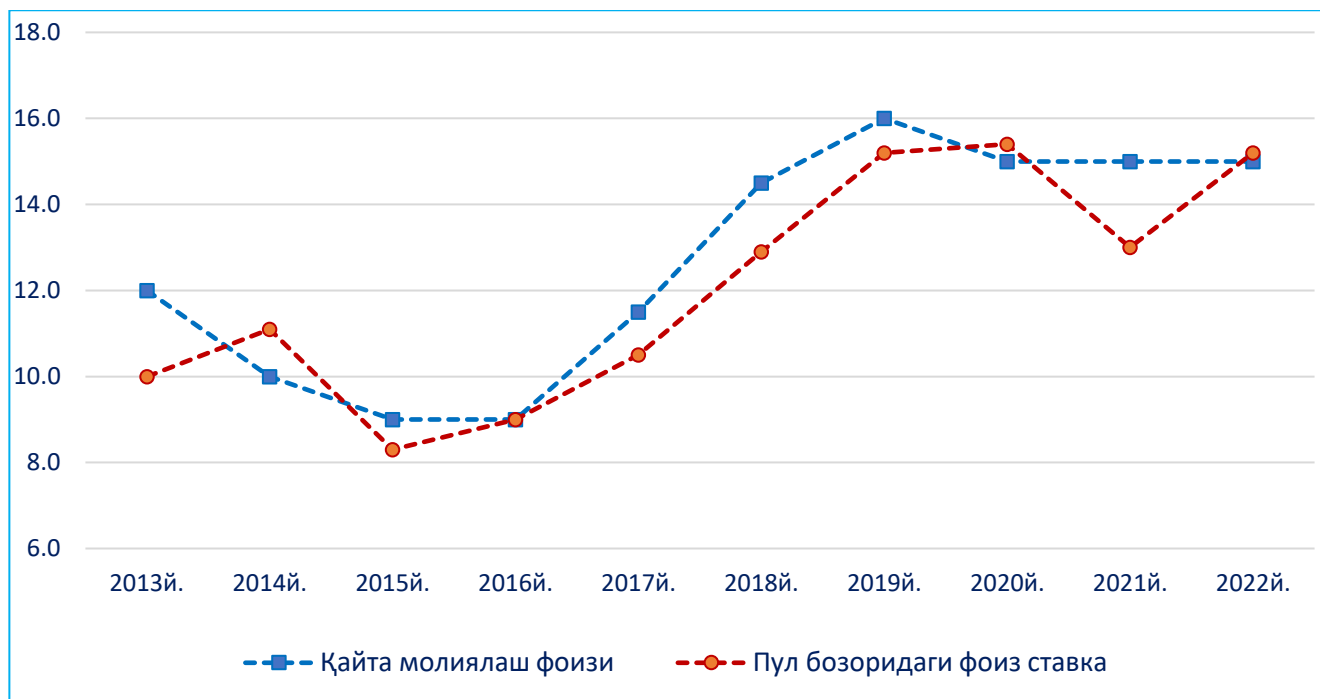
Ўзбекистон амалиётини таҳлил қиладиган бўлсак, 2013-2022 йилларда пул массасининг йиллар кесимида ўзгариши бетартиб бўлган. Хусусан, 2017 ва 2021 йилларда олдинги йилга нисбатан пул массасининг ўсиши кескин юқори бўлган ва мос равишда 40,99 ва 30,28 фоизларни ташкил этган. Аммо ўша даврда Марказий банк асосий фоиз ставкани кескин пасайтиргани йўқ.

Марказий банк асосий фоиз ставкаси билан пул массаси ўсиши ўртасидаги боғлиққа насар солсак,

унда улар ўртасида сустр бўлсада тескари боғлиқлик мавжуд бўлиб, корреляция кўрсаткичи -0,17 га тенг бўлган. Ушбу боғлиқлик мантиқан тўғри қурилган бўлсада, аммо Ўзбекистон Республикаси Марказий банки 2017 йил учинчи чорагига қадар тижорат банкларини кредитламаган. Гарчи 2017 йилдан тижорат банкларини кредитлаш йўлга қўйилган бўлсада, ушбу кредитлар миқдори жуда пастлигича қолқомда.

Шу билан бирга, Ўзбекистон Марказий банки очиқ бозор сиёсати етарлича ривожланмаган. Аниқроғи Марказий банк очиқ бозор сиёсатидан ҳамда асосий фоиз ставкадан асосан тижорат банкларидан ликвидиликни олиб қўйишда фойдаланиб келмоқда. Шундай экан, Марказий банк асосий фоиз ставка билан пул массаси ўртасида сустр бўлсада мантиқий тўғри боғлиқлик бўлган бўлсада, ушбу натижанинг ишончлилиқ даражаси паст деб ўйлаймиз.

Таҳлилимининг кейинги босқичида Марказий банк қайта молиялаш сиёсатининг пул бозоридаги ҳолатга таъсирини қўриб чиқамиз. Марказий банк қайта молиялаш фоизи билан пул бозоридаги фоиз ставкалар ҳаракати бир томонлама бўлиши керак. Яъни Марказий банк пул массасини қисқартириш орқали молия бозорида фоиз ставкани оширади.



2-расм. Марказий банк асосий фоиз ставкасининг пул бозоридаги фоиз ставкага таъсири[13]

Шундай экан бизнинг гипотезамиз бўйича Марказий банк қайта молиялаш фоизини оширса пул бозоридаги фоиз ставка ҳам ошиши лозим. Шу билан бирга Марказий банк қайта молиялаш фоизи пул бозоридаги кредитларнинг энг юқори фоизини бериши лозим. Ушбу гипотезани 2013-2022 йиллардаги йиллик статистик маълумот-лардан фойдаланган ҳолда текшираамиз.

Таҳлил натижаларига кўра 2016 йилдан бошлаб пул бозоридаги фоиз ставка Марказий банк қайта молиялаш фоизига мослашган ва ушбу боғлиқлик кучли бўлган. Хусусан, улар ўртасидаги боғлиқликни ифодаловчи корреляция кўрсаткичи 0,92 га тенг бўлган. Бу ҳолат юқорида белгиланган гипотезамизнинг тасдиғини беради.

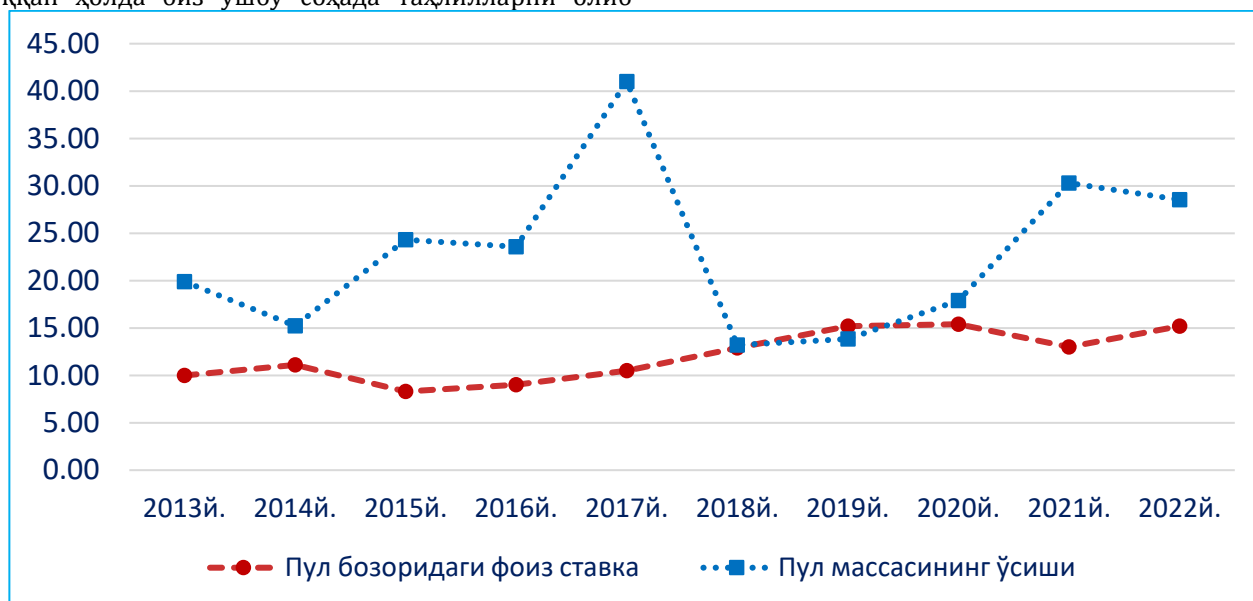
Аммо Ўзбекистон Республикасида қисқа муддатли қимматли қоғозлар бозорининг ривожланмаганлиги сабабли пул бозори ҳам етарлича ликвид бўлмаган. Хусусан, бугунги кунга қадар тижорат банклари бир-бирига берадиган кредитларини депозит сифатида расмийлаш-тиришади. Чунки, тижорат банкларининг банклараро кредитларининг асоси сифатида қисқа муддатли қимматли қоғозлар бўлиши керак. Юқорида таъкидлаганимиздек, айнан қисқа муддатли қимматли қоғозлар бозори ривожланмаганлиги учун ҳам тижорат банкларининг банклараро кредитлар бозори етарлича ривожланмаган.

Ривожланган давлатларда пул бозоридаги фоиз ставка BOR, BID усулида топилади. Хусусан, Буюк Британияда банклараро кредитлар фоизи LIBOR асосида, банклараро депозитлар фоизи LIBID асосида ҳисобланади ва бунинг кучи бутун дунё фонд биржаларига таъсир кўрсатади. Ўзбекистон амалиётида банклараро кредитлар 7, 30, 90, 180, 365 кунлик фоизини UZIBOR асосида ҳамда банклараро депозитларнинг 7, 30, 90, 180, 365 кунлик фоизини UZIBID асосида аниқлар эди. Ушбу фоизларни

аниқланиш методларига кўра бу тижорат банкларидан олган маълумотлар асосида аниқланади. Шундай экан тижорат банклари Марказий банкнинг қайта молиялаш фоизига яқин фоизни белгиланганлигини тўғрисида маълумот берилар эди. Аммо тижорат банклари ҳолда банклараро депозитларини кичик гуруҳларга бўлинган ҳамда ўзаро келишган ҳолда паст фоизда амалга оширар эди. Бу банклараро кредитлар фоизини белгилловчи LIBOR ставкаси ҳамда банклараро депозитлар фоизи берувчи LIBID ставкаларининг амалда аҳамиятини йўқотди. Шундан келиб чиққан ҳолда 2018 йил апрель ойидан бошлаб Ўзбекистон Республикаси Банклари ассоциацияси ушбу банклараро ставкаларни тақдим қилмай қўйди.

2017 йилдан Марказий банк монетар сиёсатида ва бу орқали тижорат банклари фаолиятига ва провардида иқтисодий мувозанатга таъсир қилиш каналлари ривожланиб бормоқда. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки 2022 йилдан таъминланмаган банклараро пул бозорида тижорат банклари ўртасида миллий валютада овернайт шартларда амалга оширилган депозит операциялари бўйича ўртача тортилган фоиз ставкаси, яъни UZONIA (Uzbek Overnight Index Average) ставкасини тақдим қилишни бошлади. Хусусан, 2022 йил 5 январдан бир бир кунлик UZONIA ставкасини, 11 январдан 7 кунлик UZONIA ставкасини, 3 февралдан 30 кунлик UZONIA ставкасини, 4 апрелдан 90 кунлик UZONIA ставкасини ҳамда 1 июлдан 180 кунлик UZONIA ставкасини эълон қилишни бошлади. Ўзлаймизки, бу тижорат банкларининг банклараро депозит операцияларининг ривожланишига туртки бўлади. Аммо узоқ муддатли статистик маълумотлар асосида олмий тадқиқотлар амалга оширилишини инобатга олсак, UZONIA ставкасининг тижорат банкари фаолиятига, пул бозоридаги вазиятга таъсирини

баҳолаш учун етарлича маълумот йўқ. Шундан келиб
чиққан ҳолда биз ушбу соҳада таҳлилларни олиб
бормаймиз.



3-расм. Пул массаси ўсишининг пул бозоридаги фоиз ставкага таъсири[13]

Марказий банклар фоиз канали орқали пул бозоридаги фоизга таъсир кўрсатиш ва провардида бутун иқтисодиётга таъсир кўрсатиш учун қайта молиялаш фоизидан ёки уни ўзгартирмасдан пул массасини ўзгартириш орқали таъсир кўрсатиш мумкин. Таҳлилимининг кейинги босқичида пул массасидаги ўзгаришнинг пул бозоридаги фоизларга таъсирини кўриб чиқамиз. Марказий банк пул массасини оширса, бу тижорат банкларининг Марказий банкдаги вакиллик ҳисобрақамидаги молиявий ресурсларини кўпайтиради. Бу тижорат банкларига жисмоний ва юридик шахсларни кредитлар салоҳияти билан бир вақтда банклараро кредитлаш салоҳиятини ҳам оширади. Бу ҳолат барча тижорат банкларида кузатилгани учун пул бозорида кредит таклифини оширади ва натижада унинг фоизини пасайтиради. Демак, бизнинг фикримизча, пул массасининг ошиши пул бозоридаги фоизларни пасайтириши лозим.

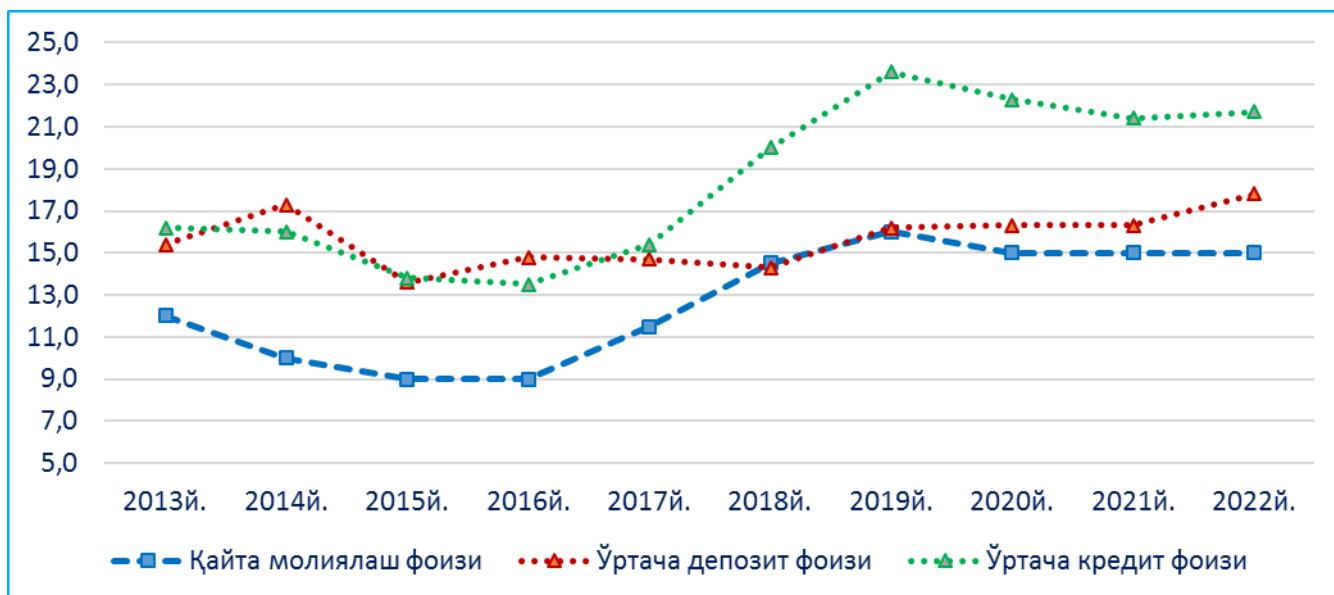
Таҳлил натижаларига кўра, 2013-2022 йилларда пул массасининг ўзгариши бетартиб олиб борилган. Хусусан, 2019 йилдан Марказий банк инфляцияни тўғридан-тўғри таргетлашга ўтиши натижасида пул массасини таргетлашдан воз кечганлигини ушбу ўзгариш орқали ҳам кўришимиз мумкин.

Муомалада пул массаси ўзгариши билан пул бозоридаги фоиз ставка ўртасидаги боғлиққа эътибор қаратсак, унда улар ўртасида суст бўлсада мантикий тўғри боғлиқлик мавжуд. Хусусан, ушбу икки кўрсаткич ўртасида корреляция -0,24 га тенг

бўлганлиги сўзимизнинг исботи ҳисобланади. Таҳлил натижаларига кўра олдимизга қўйган гипотезамиз суст бўлсада амалга ошмоқда.

Марказий банк қайта молиялаш фоизининг ўзгариши пул бозоридаги фоизга таъсир кўрсатган ҳолда тижорат банкларидаги асосий фоиз ставкаларга ҳам таъсир кўрсатиши лозим. Бизнинг кейинги гипотезамизга кўра Марказий банк қайта молиялаш фоизи ўзгариши тижорат банкларидаги қисқа муддатли депозит ва кредит фоизи ўзгаришига олиб келиши лозим ва ушбу фоизлар ҳаракати бир томонлама бўлиши лозим.

Статистик маълумотлардан кўришимиз мумкинки, 2013-2016 йилларда тижорат банкларида депозитлар фоизи кредитлар фоизидан юқори бўлган. Мантиқан олганда бу ҳолат нотўғри кўринади. Аммо ўша даврда тижорат банклари аҳоли депозитларидан ссуда ресурсларини кўпайтиришдан кўра нақд пул муаммосини ҳал қилиш учун фойдаланган. Гарчи, аҳолининг муддатли депозитлари тижорат банклари учун барқарор ресурс манбаи бўлиб хизмат қилади. 2017 йилдан нақд пул муаммосининг ҳал этишили тижорат банкларига аҳолининг депозитлари учун юқори фоиз таклиф қилиш каби амалиётни олиб боришдан холос қилди. 2013-2022 йилларда тижорат банкларининг қисқа муддатли депозит ва кредитлари фоизи ўзтасидаги боғлиққа насар солсак, унда улар ўртасида мантиқан тўғри боғлиқлик кузатилган ва корреляцияси 0,55 га тенг бўлган.



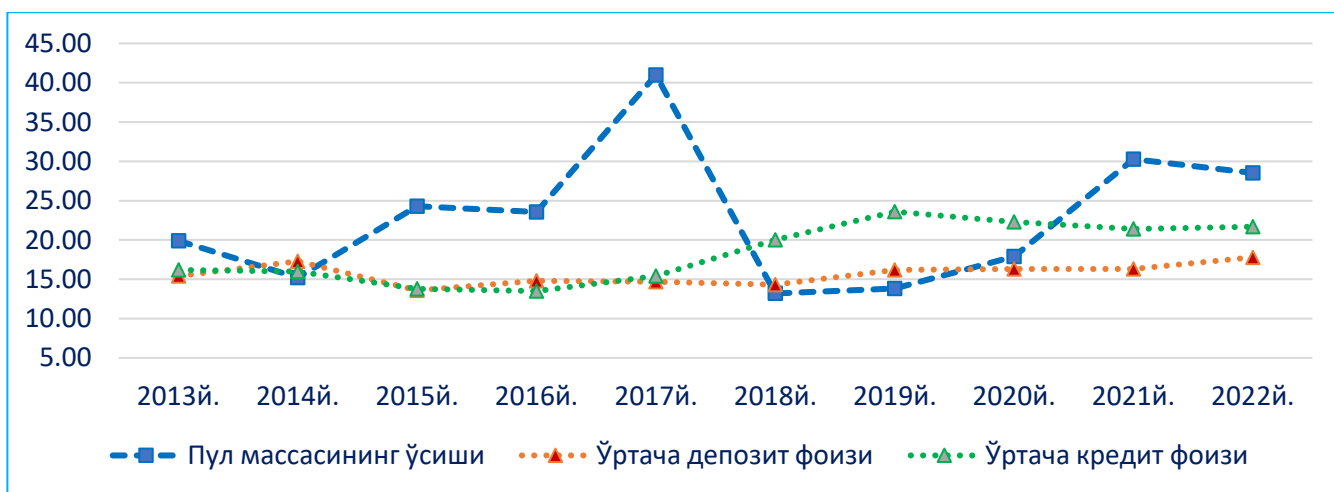
4-расм. Қайта молия ставкасининг тижорат банклари депозит ва кредитлари фоизига таъсири[13]

2017-2019 йилларни таҳлил қилганда, Марказий банк асосий фоиз ставкаси ошгани билан банклардаги аҳолининг қисқа муддатли депозитлари фоизи пасайган. Бу албатта нақд пул муаммосининг ҳал этилиши натижасидир. Аммо кейинги даврларни таҳлил қилганда улар ўртасида мантиқий боғлиқлик кузатилмоқда.

Марказий банк қайта молиялаш фоизини ошириши тижорат банкларга қисқа муддатли депозитлар фоизини ҳам ошириши лозим. Бир гап билан ифодалаганда улар ўртасида кучли боғлиқлик мавжуд бўлиши лозим. Таҳлил натижаларига кўра ушбу икки кўрсаткич ўртасида сушт боғлиқлик аниқланди. Аммо ушбу боғлиқлик тўғри боғлиқлик бўлиб чиқди ва корреляция коэффиценти 0,45 га тенглиги аниқланди. Таҳлил натижаларига кўра олдимишга қўйган гипотезамизнинг бир қисми амалда бажарилмоқда.

Марказий банк пул кредит сиёсатининг тижорат банклари кредитлари фоизи ва кредит портфелига таъсири жуда кучли бўлади. Гарчи Марказий банк тижорат банкларини кредитламасада, яъни тижорат банклари ссуда ресурсларини Марказий банкдан олмасада, Марказий банк пул-кредит сиёсатининг тижорат банклари кредит сиёсатига таъсири кучли бўлади. Чунки, Марказий банк пул-кредит сиёсатининг психологик кучининг таъсирини четлаб ўтиб бўлмайди.

Таҳлил натижаларига кўра, Марказий банк асосий фоиз ставкаси билан тижорат банкларининг ўртача қисқа муддатли кредитлари фоизи ўртасида кучли боғлиқлик тасдиқланди. Хусусан, ушбу икки кўрсаткичнинг корреляцион боғлиқлиги 0,97 га тенг бўлиши, олдимишга қўйган гипотезанинг тасдиғини бермоқда.



5-расм. Пул массаси ўзгаришининг тижорат банклари депозит ва кредитлари фоизига таъсири[13]

Тижорат банклари депозит ва кредит сиёсатининг Марказий банк асосий фоиз ставкасига

таъсирчанлиги юқори бўлиши билан бир вақтда пул массасидаги ўзгаришга ҳам таъсирчанлиги юқоридир.

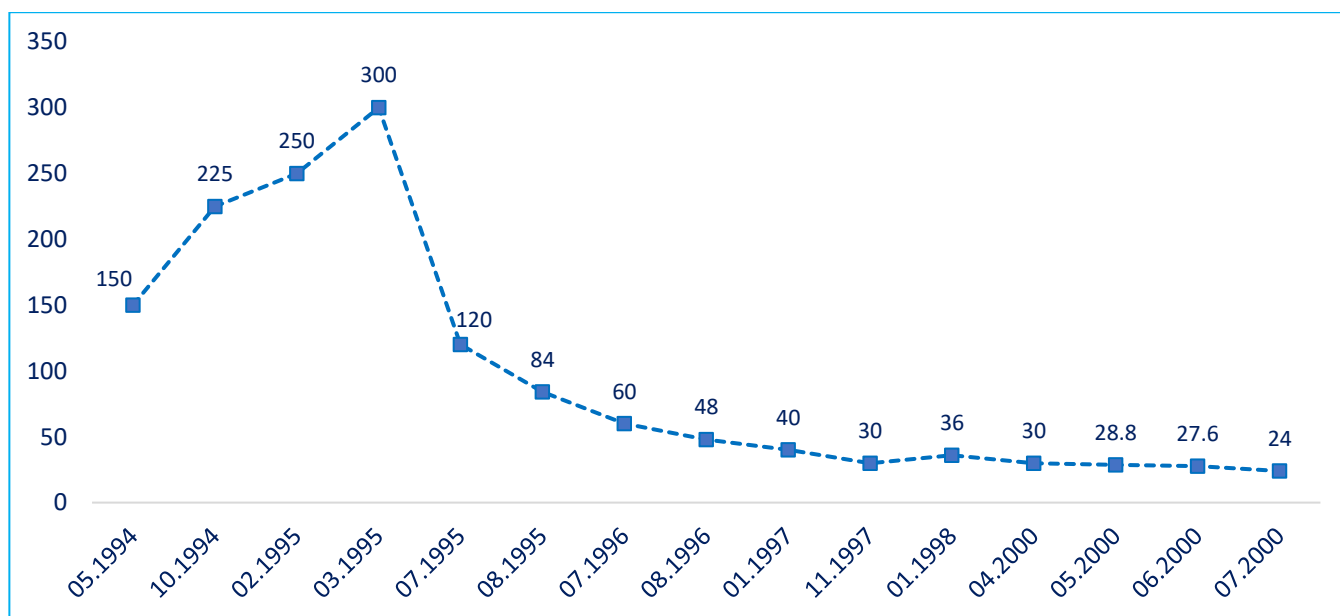
Шундан келиб чиққан ҳолда, агар пул массаси ўсиши кузатилса, тижорат банкларида қисқа муддатли депозит ва кредитлари фоизи пасайиши лозим.

Таҳлил натижаларига кўра, 2013-2022 йилларда пул массасининг йиллик ўсиши билан банклардаги қисқа муддатли депозит фоизи ўртасида боғлиқлик кузатилмаган. Хусусан, олдинги йилга нисбатан пул массасининг ўсиши билан қисқа муддатли депозитлар фоизи ўртасидаги корреляция коэффиценти -0,10 га тенг бўлиши, олдимизга қўйган фаразизнинг амалада бажарилмаётганлигидан далолат беради.

Аммо тижорат банклари кредитлари фоизининг пул массасига таъсирчанлиги қисман бўлсада мавжудлиги аниқланди. Таҳлил натижаларига кўра пул массасининг йиллик ўсиши билан банклардаги қисқа муддатли кредитлар фоизи ўртасидаги корреляция -0,27 га тенг бўлиши, биринчидан улар

ўртасида мантиқий тўғри боғлиқлик мавжудлигидан далолат берса, аммо иккинчидан, улар ўртасида етарлича кучли боғлиқлик мавжуд эмаслигини кўрсатади.

Марказий банк пул-кредит сиёсатида қайта молиялаштириш инструменти доим муҳим аҳамият касб этган. Марказий банк қайта молиялаш инструментида инфляцияни жиловлашда, иқтисодий мувозанатни таъминлашда ҳамда иқтисодий ўсишга стимул беришда фойдаланган. Хусусан, ривожланган давлатлар қайта молиялаш сиёсатидан 2010-2019 йиллардани паст инфляция даврида иқтисодий ўсишни таъминлашда минимал даражагача пасайтиришган. Ва хатто бугунги кундаги инфляциянинг кучайган бир пайтида ҳам марказий банклар қайта молиялаш фоизини кўтариш орқали инфляцияни жиловлашга ҳаракат қилишмоқда.

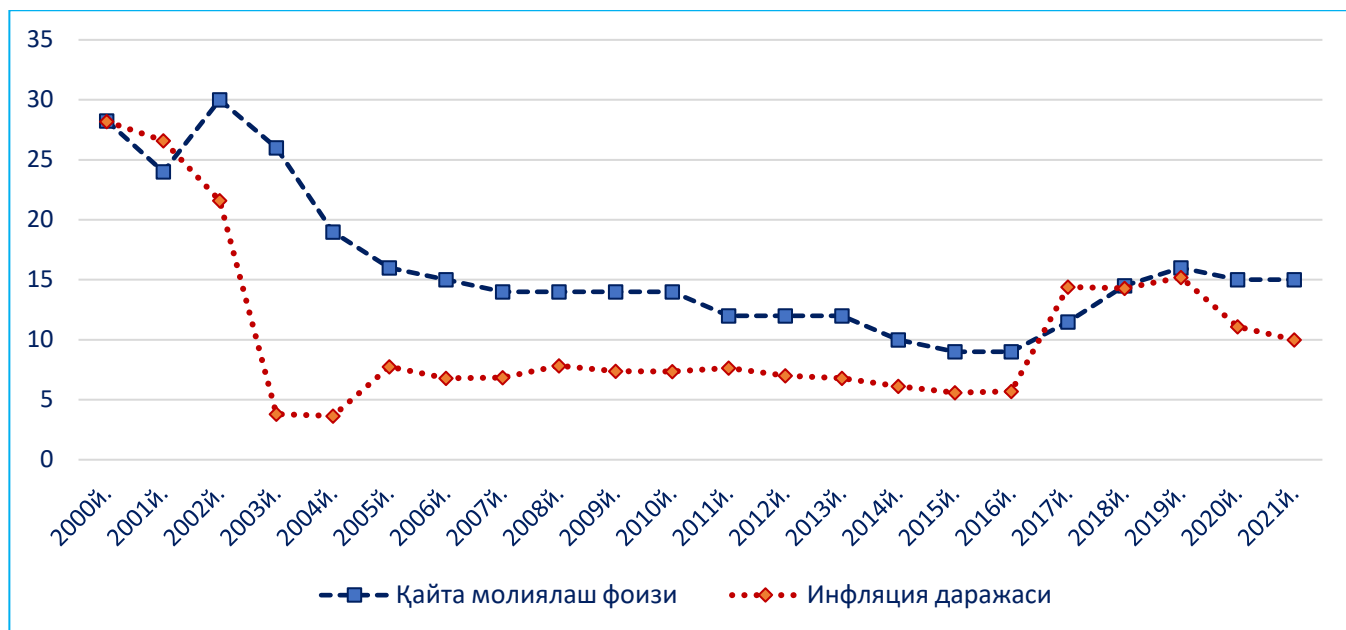


6-расм. Юқори инфляцион даврида қайта молиялаш фоиз ставкаси[13]

Тўғри бугунги кундаги дунё иқтисодиётидаги инфляция номонетар омилар таъсирида вужудга келмоқда ва бунинг олдини олишда марказий банкларнинг қиммат пул-кредит сиёсати етарлича чора ҳисобланмайди. Сўзимизнинг исботи сифатида ривожланаётган давлатлардан Туркия марказий банки инфляциянинг кучайиши даврида хатто қайтамолиялаш фоизини пасайтирди. Бунинг натижасида Туркияда инфляция 20-30 фоиздан 70-80 фоизгача кўтарилди, аммо иқтисодий ўсиш 8 фоизни берди. Шундай экан марказий банклар пул-кредит сиёсатида инфляция жараёнларига қарши қиммат пул-кредит сиёсатини юритиши ҳам нисбий тушунчадир.

Ўзбекистон иқтисодиётида Марказий банк арсеналида 1990 йиллардаги гипер инфляцияни жиловлашда қайта молиялаш ва мажбурий захира инструментида бошқа кучли инструменти йўқ ҳам

эди. Хусусан, 1995 йилдаги тўрт хонали сон билан ифодаланадиган гиперинфляцияга қарши Марказий банк қайта молиялаш фоиз ставкасини 300 фоизгача кўтарди. Бу албатта ўз натижасини берди ва 1996 йилда инфляция кўрсаткичи уч рақам билан ифодаланадиган бўлди. Марказий банк томонидан 1996 йилгача қайта молиялаш фоизини юқори сақлашининг салбий таъсири сифатида ўша даврда энди “оёққа” тураётган хусусий секторнинг ривожланишига тўсиқлик қилди. Ўша даврда иқтисодиётнинг бир тизимидан бошқа тизимга ўтиш жараёни эди. Ушбу жараён уч босқич кетма-кетлигида, яъни хусусийлаштириш, эркинлаштириш ва мувофиқлаштириш босқичларини амалга ошириш лозим эди. Аммо амалда хусусийлаштириш босқичи яқунланмасдан туриб, мувофиқлаштириш босқичини амалга оширдик ва иқтисодий ривожланишга катта салбий таъсир кўрсатди.



7-расм. Марказий банк асосий фоиз ставкасининг инфляция даражасига таъсири (фоизда)[13]

Ўзбекистон иқтисодиётидаги 1991-1996 йиллардаги катта инфляция даражасини сўндирган бўлсада, 2000 йилларнинг бошида ҳам юқори инфляция сақланиб қолган эди. Хусусан, 2000 йилда расмий инфляция даражаси 28,2 фоиз, 2001 йилда 26,6 фоиз ва 2002 йилда 21,6 фоизни ташкил қилган эди. Аммо норасмий инфляция бундан юқори бўлган эди. Шу билан бирга 1990 ва 2000 йиллардаги инфляция даражасига иқтисодиёт мослашиб бўлган эди. Яъни иқтисодиётда депозитлар ва асосан банк кредитлари 35-50 фоиз атрофида қайта тақсимланар эди.

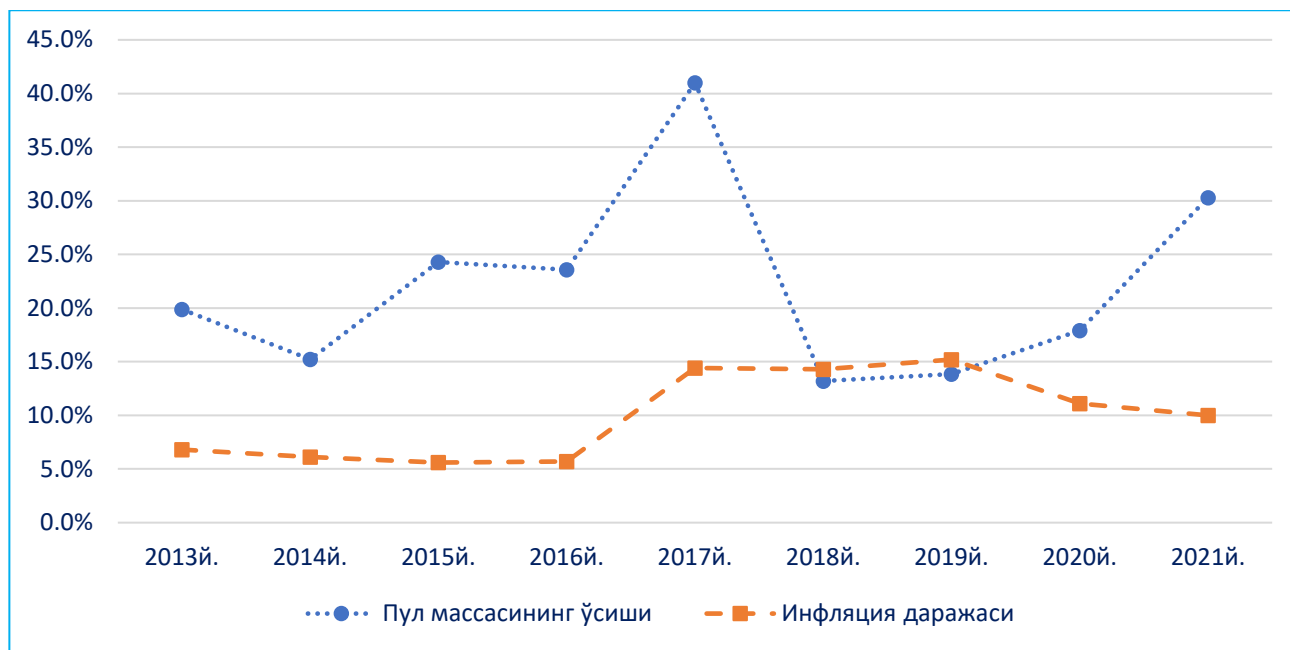
Марказий банк томонидан 2003 йилдан бошлаб ўта қаттиқ пул-кредит сиёсати олиб борилди ва 2003 йилда инфляция даражасини 3,8 фоизга ва кейинги йилда 3,7 фоизгача тушуришга муваффақ бўлди. Натижада қайта молиялаш фоизини пасайтиришга замин яратилди. Аммо Марказий банк қайта молиялаш фоизини 19 фоизгача туширди ва иқтисодиётни “буғиб” қўйди. Юқорида таъкидлаганимиздек, иқтисодиёт юқори инфляцияга мослашган эди ва тижорат банклари фиксирланган фоизда кредитлар ажратган эди. Натижада, кредит олган мижозларда кредитни қайтариш муаммоси вужудга келди ва бу муаммо тижорат банклари кредит портфелининг ёмонлашувига олиб келди. Бизнинг фикримизча, марказий банклар инфляция билан бу даражада муомала қилмасликлари керак, балки инфляцияни секинлик билан пасайтириш лозим.

Кейинги 12 йилни инфляция учун сокин давр десак адашмаган бўламиз. Хусусан, 2003-2016 йилларда инфляция даражаси 5-8 фоиз атрофида сақланган. Аммо Ўзбекистон Марказий банки 2002-20016

йилларда мусбат реал фоиз ставка сиёсатини юритган. Бизнинг фикримизча, ўша даврда иқтисодиёт ривожланиши учун стимул бериш мумкин бўлган давр сифатида қўришимиз мумкин. Хусусан, 2022 йилда бошланган турли зиддиятл вазиятлар натижасида инфляциянинг кучайишига қарши ривожланган давлатлар қайта молиялаш фоизини оширган бўлсада, аммо улар реал фоиз ставкани манфий сақламоқда. Хатто шу манфий реал фоиз ставка ҳам инфляцияни жиловлашга хизмат қилмоқда.

2017-2022 йилларда Ўзбекистон Марказий банк қайта молиялаш фоизи билан инфляция даражаси бир-бирига анча яқинлашди. Қўрилган давр мобайнида Марказий банк қайта молиялаш фоизи билан инфляция даражаси ўртасидаги корреляция 0,64 га тенг бўлган. Бу билан айтишимиз мумкинки марказий банк инфляцияни жиловлашда қайта молиялаш сиёсатидан кенг фойдаланган. Хусусан, 2019 йилда Марказий банк инфляцион таргетлашга ўтишида ва ушбу режимни муваффақиятли амалга оширида ҳам айнан қайта молиялаш сиёсатидан кенг фойдаланмоқда.

Иқтисодиётдаги инфляция даражаси муомаладаги пул массаси ўзгаришига кучли сезувчанликка эга. Агар пул массаси ошса, инфляция даражаси ҳам ошади, ва аксинча, муомаладаги пул массаси ўсиши секинлашса, инфляция даражаси ҳам пасаяди. Аммо шуни таъкидлашимиз лозимки, бу жараён инфляциянинг вужудга келиш сабабларига боғлиқдир. Агар инфляция даражаси номонетар омиллар сабабли вужудга келса, унда пул массасининг таъсири паст бўлади. Агар инфляция даражаси монетар омиллар сабабли вужудга келса пул массасидаги кичик ўзгариш ҳам инфляцияга кескин таъсир кўрсатади.



8-расм. Пул массаси ўсишининг инфляция даражасига таъсири[13]

Ўзбекистон амалиётида 2016 йилдан бошлаб инфляция даражасига монетар омиллар таъсири кучайиб борди. Хусусан, нақд пул муаммосининг ҳал этилиши, параллел бозор курси таъсирини йўқотиш мақсадида олиб борилган валюта курсини либераллаштириш ҳамда фискал кенгайиш натижасида муомалада пул массаси кескин ошиб борди. Хусусан, 2016 йилда муомаладаги пул массаси 79 трлн.сўмни ташкил этган бўлса, 2022 йилда бу кўрсаткич 160 трлн.сўмдан ҳам ошди.

Таҳлил натижаларидан кўришимиз мумкинки, 2017-2022 йилларда инфляция даражаси 10 фоиздан юқори бўлган. Ушбу инфляция даражасига пул массаси ўсишининг таъсирини кўрганимизда улар ўртасида ўртача даражада боғлиқлик мавжудлиги аниқланди. Хусусан, инфляция даражаси билан пул массаси ўсиши ўртасидаги корреляция даражаси 0,68 га тенглиги бизнинг фаразимизни амалда тўғри эканлигидан далolat беради.

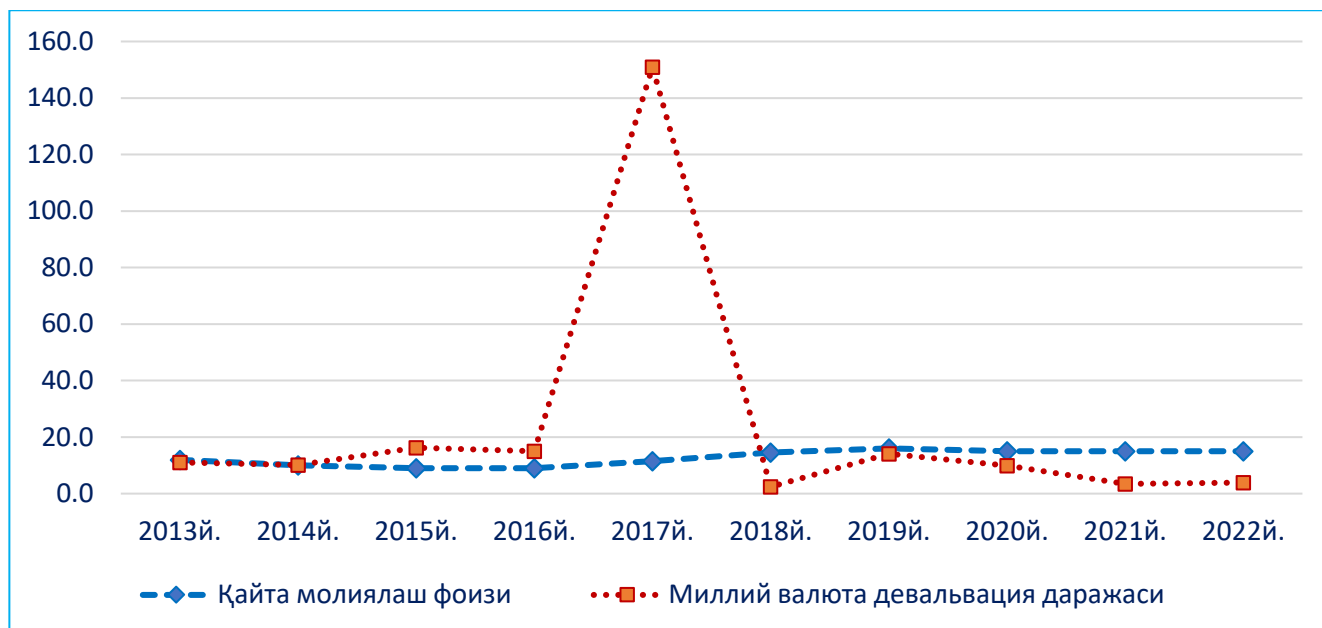
Марказий банклар қайта молиялаш инструметидан нафақат ички иқтисодиётдаги вазиятларга балки, ташқи иқтисодий вазиятларга ҳам таъсир кўрсатади. Бу жараёни иқтисодий тил билан айтганда дисконт сиёсати деб юритилиб, бунда марказий банклар асосий фоиз ставкани ўзгаритириш орқали миллий валюта курсига таъсир кўрсатади. Марказий банклар дисконт сиёсати биржадаги валюта бозорида тижорат банклари томонидан нафақат импортёр ва экспортёр мижозлари учун балки ўз

эҳтиёжларидан келиб чиқиб чет эл валютасини сотиш ва сотиб олиш амалиёти йўлга қўйилган бўлсагина самара беради.

Ўзбекистон амалиётида 2021 йил февраль ойидан бошлаб тижорат банкларига ўз эҳтиёжлари учун чет эл валютасини сотиб олиш мумкин бўлди. Ўша давргача тижорат банклари валюта биржасида фақатгина экспортёр мижозларининг чет эл валюталарини сотиши, ва импортёр мижозлари учун чет эл валютасини сотиб олиб беришига рухсат берилган эди. Тижорат банкларига ўз эҳтиёжлари учун чет эл валютасини сотиб олишга чекловлар валюта биржасида ортиқча талабнинг олдини олиш мақсадида олиб борилган чора-тадбирлардан бири эди.

Марказий банклар дисконт сиёсати орқали миллий валюта курсига қуйидагича таъсир кўрсатади. Марказий банклар асосий фоиз ставкасини кўтариш орқали тижорат банкларининг марказий банкдан кредит олиш хошини пасайтиради. Бу тижорат банкларида ортиқча резервни камайишига ва улар томонидан чет эл валютасига талабни пасайтиришга олиб келади ва бунинг натижада миллий валютанинг хорижий валютага нисбатан курсини бақувватлаштиради ёки миллий валюта девальвациясини сусайтиради.

Юқоридаги фаразимизнинг мамлакатимиз амалиётида бажарилиш ҳолатини қуйидаги расм маълумотлари асосида таҳлил қиламиз.



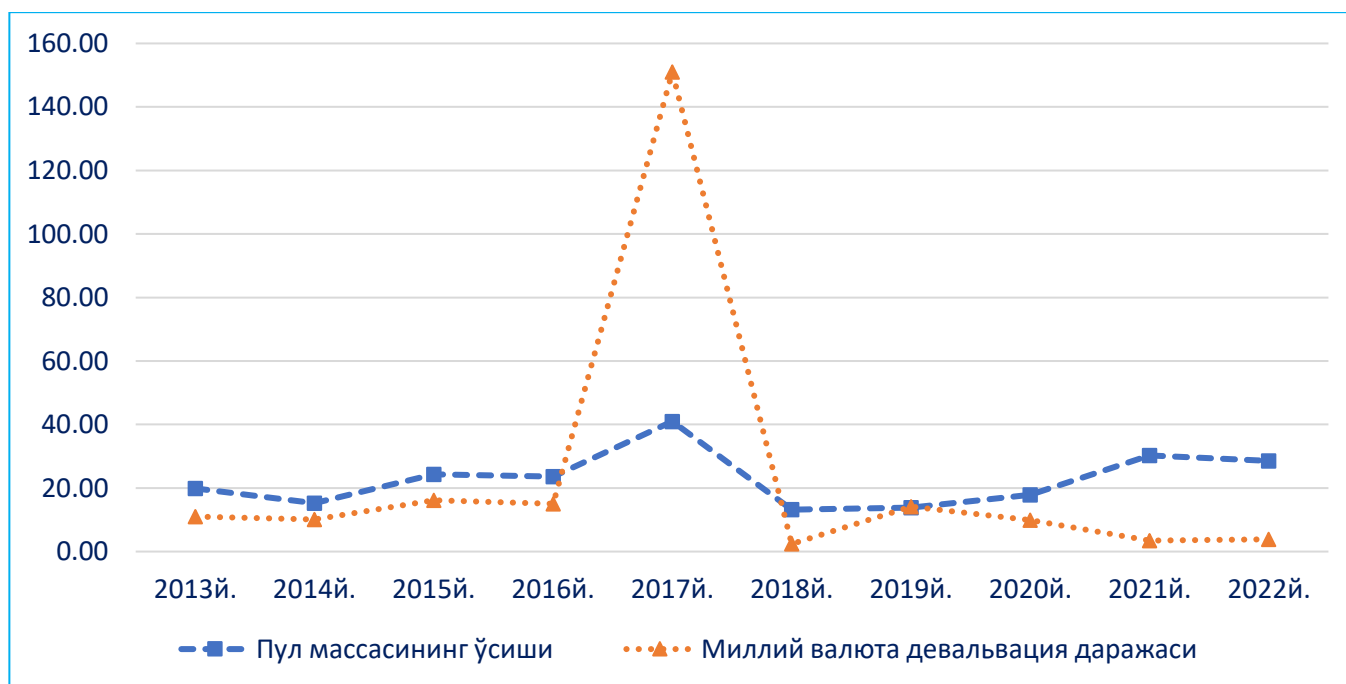
9-расм. Марказий банк дисконт сиёсатининг амалдаги ҳолати[13]

Ўзбекистон иқтисодиётида 2002-2016 йилларда расмий миллий валюта девальвацияси йиллик 10-15 фоиз атрофида бўлган. Албатта бу маълум бир даражада сунъий бажарилган. Аммо 2017 йил 5 сентябрда миллий валюта курсини либераллаштириш мақсадида 94 фоизга девальвацияси амалга оширилди. Ўша даврдан бошлаб бугунги кунга қадар Марказий банк миллий валюта курси барқарорлигини таъминлаб ҳамда параллел бозор курсининг доминант ролини чеклаб келмоқда.

Таҳлил натижаларига кўра миллий валюта курси девальвациясининг Марказий банк асосий фоиз ставкасига таъсирчанлиги суст бўлмоқда аммо

мантиқан тўғри қурилмоқда. Хусусан, ушбу икки кўрсаткич ўртасидаги корреляция кўрсаткичи $-0,22$ га тенг бўлганлиги сўзимиз исботи ҳисобланади. Демак, Ўзбекистон Марказий банкининг дисконт сиёсати, гарчи бирламчи шартлар етарлича бажарилмаган бўлсада, суст бўлсада ишламоқда.

Ривожланган давлатлардан фарқли равишда ривожланаётган давлатларда марказий банкларнинг қайта молиялаш инструментида кўра пул массасидаги ўзгариш алмашинув курсига таъсири каттароқ бўлади. Хусусан, Ўзбекистон мисолида ҳам бу ҳолатни кўришимиз мумкин.



10-расм. Пул массаси ўзгаришининг миллий валюта девальвация даражасига таъсири[13]

Таҳлил натижаларига кўра, пул массаси ўсиши миллий валюта девальвациясига кескин таъсир кўрсатмоқда. Жумладан, 2013-2022 йиллардаги статистик маълумотлар асосида ушбу икки кўрсаткич ўртасида корреляцион боғлиқлик 0,72 га тенг бўлмоқда. Бу билан айтишимиз мумкинки, мамлакатимизда миллий валюта девальвациясига пул массасининг ўсиши сезиларли таъсир кўрсатган.

Хулоса ва таклифлар

Марказий банк қайта молиялаш сиёсатининг пул бозоридаги фоизларга ва натижада ички ва ташқи иқтисодий вазиятларга таъсирини аниқлаш қуйидаги гепотезаларни қурдик ва қуйидаги натижаларни олдик.

Марказий банк асосий фоиз ставкани ўзгартириш орқали пул массасига таъсир кўрсатади. Шундай экан, Марказий банк асосий фоиз ставка билан пул массаси ўртасида суст бўлсада мантиқий тўғри боғлиқлик бўлган бўлсада, ушбу натижанинг ишончлилик даражаси паст деб ўйлаймиз.

Марказий банк қайта молиялаш фоизи билан пул бозоридаги фоиз ставкалар харакати бир томонлама бўлиши керак. Шундай экан бизнинг гепотезамиз бўйича Марказий банк қайта молиялаш фоизини оширса пул бозоридаги фоиз ставка ҳам ошиши лозим. Таҳлил натижаларига кўра, улар ўртасидаги боғлиқликни ифодаловчи корреляция кўрсаткичи 0,92 га тенг бўлган. Бу ҳолат юқорида белгилаган гепотезамизнинг тасдиғини беради.

Бизнинг фикримизча, пул массасининг ошиши пул бозоридаги фоизларни пасайтириши лозим. Таҳлил натижаларига кўра олдимизга қўйган гепотезамиз суст бўлсада амалга ошмоқда.

Бизнинг кейинги гепотезамизга кўра Марказий банк қайта молиялаш фоизи ўзгариши тижорат банкларидаги қисқа муддатли депозит ва кредит фоизи ўзгаришига олиб келиши лозим ва ушбу фоизлар харакати бир томонлама бўлиши лозим. Марказий банк қайта молиялаш фоизи билан қисқа муддатли депозит ўртасидаги боғлиқлик мантиқан тўғри аммо сустлиги аниқланди. Шунингдек, Марказий банк қайта молиялаш фоизи билан тижорат банкларидаги қисқа муддатли кредит фоизи ўртасида кучли боғлиқлик мавжудлиги аниқланди.

Кейинги фаразимизга кўра, агар пул массасида ўсиш кузатилса, тижорат банкларидаги қисқа муддатли депозит ва кредитлари фоизи пасайиши лозим. Таҳлил натижаларига кўра, 2013-2022 йилларда пул массасининг йиллик ўсиши билан банклардаги қисқа муддатли депозит фоизи ўртасида боғлиқлик кузатилмаган. Шунингдек, пул массасининг йиллик ўсиши билан банклардаги қисқа муддатли кредитлар фоизи ўртасида мантиқий тўғри боғлиқлик мавжудлиги аниқланган, аммо улар ўртасида етарлича кучли боғлиқлик мавжуд эмаслиги кўрилган.

Марказий банк қайта молиялаш инструментида инфляцияни жиловлашда, иқтисодий мувозанатни таъминлашда ҳамда иқтисодий ўсишга стимул

Шуни алоҳида таъкидлашимиз лозимки, ривожланаётган давлатларда миллий валютасининг курсига ички иқтисодиётдаги ўзгаришлар, монетар қарор қабул қилувчилар сиёсатидан кўра ташқи иқтисодий ўзгаришларга таъсирчанлиги юқори бўлади. Бу ҳолатни охириги йилларда дунё иқтисодиёти ва сиёсатидаги ўзгаришлардан ҳам кўриш мумкин.

беришда фойдаланган. Таҳлил натижаларига кўра, Марказий банк инфляцияни жиловлашда қайта молиялаш сиёсатидан кенг фойдаланган.

Иқтисодиётдаги инфляция даражаси муомаладаги пул массаси ўзгаришига кучли сезувчанликка эга. Агар пул массаси ошса, инфляция даражаси ҳам ошади, ва аксинча, муомаладаги пул массаси ўсиши секинлашса, инфляция даражаси ҳам пасаяди. Хусусан, инфляция даражаси билан пул массаси ўсиши ўртасидаги корреляция даражаси 0,68 га тенглиги бизнинг фаразимизни амалда тўғри эканлигидан далолат беради.

Марказий банклар асосий фоиз ставкасини кўтариш орқали тижорат банкларининг марказий банкдан кредит олиш хоҳишини пасайтиради. Бу тижорат банкларида ортиқча резервни камайишига ва улар томонидан чет эл валютасига талабни пасайтиришга олиб келади ва бунинг натижада миллий валютанинг хорижий валютага нисбатан курсини бақувватлаштиради ёки миллий валюта девальвациясини сусайтиради. Таҳлил натижаларига кўра, Ўзбекистон Марказий банкининг дисконт сиёсати, гарчи бирламчи шартлар етарлича бажарилмаган бўлсада, суст бўлсада ишламоқда.

Ривожланган давлатлардан фарқли равишда ривожланаётган давлатларда марказий банкларнинг қайта молиялаш инструментида кўра пул массасидаги ўзгариш алмашинув курсига таъсири каттароқ бўлади. Таҳлил натижаларига кўра, пул массаси ўсиши миллий валюта девальвациясига кескин таъсир кўрсатмоқда

Фойдаланилган адабиётлар

1. Ampudia, M., Georgarakos, D., Slacalek, J., Tristani, O., Vermeulen, P., & Violante, G. (2018). Monetary policy and household inequality.
2. Auclert, A. (2019). Monetary policy and the redistribution channel. *American Economic Review*, 109(6), 2333-67.
3. Baştav, L. (2020). Monetary Policy Interest Rate Channel in Turkey: Toda-Yamamoto Method (2011-2018). *Fiscaeconomia*, 4(2), 311-331.
4. Eggertsson, G. B., Juelsrud, R. E., Summers, L. H., & Wold, E. G. (2019). Negative nominal interest rates and the bank lending channel (No. w25416). *National Bureau of Economic Research*.
5. Mishkin, F.S. (1995). Symposium on the monetary transmission mechanism. *Journal of Economic perspectives*, 9(4), 3-10.
6. Peter N. Ireland (2005). The Monetary Transmission Mechanism / FRB of Boston WP No. 06-1.
7. Taylor, J.B., (1995). The Monetary Transmission

- Mechanism: An Empirical Framework. Journal of Economic Perspectives, 9 (4), pp. 11-26.
8. Wong, A. (2019). Refinancing and the transmission of monetary policy to consumption. Unpublished manuscript, 20.
 9. Absalamov, A. (2020). Interest rate channel of monetary policy transmission mechanism in Uzbekistan-vecm approach. International Journal of Research in Social Sciences, 10(1), 165-173.
 10. Андрюшин С.А. (2013). Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики центральных банков в условиях глобального финансового кризиса/ Финансы и кредит.
 11. 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.
 12. Bernanke, B. S. (2020). The new tools of monetary policy. American Economic Review, 110(4), 943-83.
 13. Интернет сайтлари:
www.cbu.uz
www.stat.uz
www.scholar.google.com