

**Monetar siyosati transmission mexanizmi foiz kanallarining
iqtisodiyotga ta'siri borasida ilmiy-nazariy qarashlar**

Absalamov Akram Tolliboyevich

Mustaqil tadqiqotchi

Monetar siyosat transmission mexanizmining ahamiyati borasida va transmissiyaning turli davlatlarda samaradorligini aniqlash borasida oxirgi 50 yilda ko'plab ilmiy tadqiqotlar olib borilmoqda. Bunda olimlar tomonidan turli empirik modellardan foydalanib kelishmoqda. Ushbu ilmiy tadqiqotlar yillar sari monetar siyosat transmissiyasidagi yangidan-yangi kanallarni va ular samaradorligini aniqlash metodlarini yuzaga chiqarmoqda. Ularning ayrimlari bilan yaqindan tanishib chiqamiz.

M.P. Deb va boshqalar ilmiy ishlarida 1991-2023 yillar davomida 33 ta rivojlangan va rivojlanayotgan bozor iqtisodiyoti davlatlarining statistik ma'lumotlari asosida monetar siyosat transmission mexanizmining iqtisodiyotga ta'siri o'rganilgan. Tahlil natijalariga ko'ra, davlatlardagi iqtisodiy sharoitlar, moliyaviy institutlarning rivojlanganlik darajasi va boshqa omillarga bog'liq holda pul-kredit siyosatining iqtisodiyotga qanday ta'sir qilishida sezilarli farqlar borligini aniqlashgan. Ularning ilmiy izlanishlarida VAR (Vector Autoregressive Models) va Local Projections Method medellaridan foydalangan holda monetar restriksion siyosat iqtisodiy faollikka tez va salbiy ta'sir ko'rsatadi, ammo inflyatsiya va inflyatsiya kutilmalariga to'liq ta'sir qilish uchun vaqt kerakligi aniqlangan. Shunisi e'tiborga loyiqki, monetar siyosatini olib borishda mamlakatlar bo'ylab va vaqt o'tishi bilan tizimli xususiyatlar va tsiklik sharoitlarga qarab sezilarli o'zgarishlar mavjud. Milliy miqyosda valyuta siyosati boshqariladigan suzib yuruvchi kurs rejimiga, rivojlangan moliyaviy tizimga va kuchli monetar siyosati asosiga ega mamlakatlarda transmission mexanizm kanallari samarali faoliyat yuritadi. Shuningdek, ular tomonidan monetary siyosati iqtisodiyotda noaniqliklar past bo'lganda, moliyaviy sharoitlar qattiq bo'lganda va monetar siyosati fiskal siyosat

bilan muvofiqlashtirilganda, ya'ni pozitsiyalar bir yo'nalishda harakat qilganda kuchliroq bo'lishini aniqlashgan.¹

A.Cesa-Bianchi, G.Thwaites va A.Vicondoa ilmiy ishlarida Buyuk Britaniyada monetar siyosatidagi o'zgarishlarning makroiqtisodiy va moliyaviy o'zgaruvchilarga ta'sirini yangi yuqori chastotali monetar siyosati kutilmagan hodisalari seriyasi yordamida o'rganilgan. Ilmiy ishlari natijasiga ko'ra, kutilmagan hodisalarni Buyuk Britaniyaning inflyatsiya maqsadli davri davomida oylik SVAR modelida vosita sifatida qo'llagan holda, pul-kredit siyosatini qat'iyashtirish iqtisodiy faollik va iste'mol narxlari indeksining pasayishiga, funt sterlingning mustahkamlanishiga, bank kreditlarining qisqarishiga hamda ipoteka va korporativ obligatsiyalar spreadlarining sezilarli darajada oshishiga olib kelgan. Shuningdek, Buyuk Britaniyaning pul-kredit siyosati xorijiy kredit spreadlariga ham ta'sir qilgan va bu esa Buyuk Britaniya moliyaviy vositachilik sektorida katta xalqaro o'yinchilarning keng ishtirok etishini tasdiqlagan. Nihoyat, ular Cloyne va Hurtgen (2016) tomonidan ishlab chiqilgan pul-kredit siyosati zarbalari narrativ seriyasidan foydalanib, yuqori chastotali pul-kredit siyosati kutilmagan hodisalari nomonetar yangiliklardan sezilarli ta'sir ko'rmaganligini ko'rsatadigan yangi identifikatsiya cheklovlari testini taklif qilishgan.²

M.L. Brandao-Marques va boshqalarning fikriga ko'ra, rivojlanayotgan va rivojlanish bosqichidagi iqtisodiyotlarga ega mamlakatlar (Emerging Markets and Developing Economies – EMDEs) markaziy banklari o'z monetar siyosati doiralarini modernizatsiya qilishmoqda, ko'pincha inflyatsion targetlash siyosatiga o'tishmoqda. Biroq, foiz stavkalaridan inflyatsiya va ishlab chiqarishga bo'lgan pul-kredit siyosati transmissiyasining kuchliligi haqidagi savollar ushbu jarayonni ko'pincha to'xtatib qo'ygan. Ular tomonidan ushbu farazni tekshirish uchun Jorda yondashuvi (Jordà's approach) asosida 40 rivojlanayotgan davlatlar iqtisodiyoti uchun yangi ekonometrik tahlil o'tkazishgan va mazkur mamlakatlardagi monetar

¹ Deb, M. P., Estefania-Flores, J., Firat, M., Furceri, D., & Kothari, S. (2023). *Monetary policy transmission heterogeneity: Cross-country evidence*. International Monetary Fund.

² 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.

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

M.L. Brandao-Marques va boshqalar AQSh uchun korxonalar-bank juftlangan ma'muriy ma'lumotlardan foydalanib, investitsiya va kredit kanallarida pul-kredit siyosatining heterogen moliyaviy friktsiyalardagi rolini o'rganishgan. Kredit shartnomalarida garov heterojenligi moliyaviy cheklovlarning pul-kredit siyosati zarbalariga javoban yumshatilishi yoki kuchayishini tushuntiradi. Kichik va xavfli korxonalar, ya'ni bankrot bo'lish ehtimoli yuqori bo'lgan korxonalar o'z daromadlari va nomoddiy aktivlarini garov sifatida qo'llaydi, bu esa ularning leverage (qarz qobiliyati) prosykikal daromadlar, ya'ni iqtisodiy siklga bog'liq bo'lgan daromadlar bilan ta'minlanganini anglatadi. Monetar siyosatdagi ekspansiya ushbu korxonalar uchun mablag'larning chegaraviy qiymatini pasaytiradi va ularning qarz olish imkoniyatlarini kengaytiradi. Ularning xulosalariga ko'ra, daromadlari va nomoddiy aktivlarini garovga qo'yadigan kichik firmalar ko'p bo'lgan iqtisodiyotlarda monetar siyosatining iqtisodiy hodisalarga ta'siri juda samarali bo'lishi mumkin, garchi bu firmalar yuqori defolt (to'lov qobiliyatsizligi) xavfiga ega bo'lsa ham.⁴

Y.Wang va boshqalar ilmiy shlarida monetar siyosati transmission mexanizmiga banklar orqali qarzdorlarga ta'sirini miqdoriy baholashgan. Ular monetar siyosatning raqobatsiz va yirik banklar xarajatlariga ta'sir qilishini ko'rsatadigan dinamik bank modellarini baholashgan. Monetar siyosatgagi salbiy o'zgarishlarga javoban bu kabi banklar, kapital va rezervlar bo'yicha tartiblarga

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

⁴ Caglio, C. R., Darst, R. M., & Kalemli-Özcan, Ş. (2021). *Collateral heterogeneity and monetary policy transmission: evidence from loans to SMEs and large firms* (No. w28685). National Bureau of Economic Research. www.pedagoglar.org

duch kelgan holda, bu og'irlikni qarz oluvchilar va depozit egalari uchun o'tkazishda optimallashtirishga intilishar ekan. Ularning tahlillari shuni ko'rsatadiki, bank bozor kuchi pul-kredit siyosatining qarz oluvchilarga o'tkazilishida muhim rol o'ynaydi va bu ta'sir bank kapitali tartibga solishining ta'siriga tengdir. Federal fondlar stavkasi (AQShdagi banklararo foiz Stavka) 0.9% dan pastga tushganda, bozor kuchi bank kapitali tartibga solishi bilan o'zaro ta'sir qilib, pul-kredit siyosatining ta'sirini teskari yo'naltirishi aniqlangan.⁵

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

E.Falck, M.Hoffmann va P.Hürtgen fikrlariga ko'ra, kelajakdagi inflyatsiya haqida noaniqliklarning vaqtga bog'liq o'zgarishi so'rov ma'lumotlarida aniq kuzatiladigan hodisadir, lekin ushbu noaniqliklar monetar siyosati transmission mexanizmning samaradorligi bilan qanday o'zaro ta'sir qilishi haqida juda kam ma'lumot mavjud. Ularning tadqiqotlari shuni ko'rsatadiki, AQShda Federal Zaxira Tizimi asosiy foiz stavkani 100 bazis punktga pasaytirish natijasida monetar siyosatgadi shok yuqori noaniqliklar davrida inflyatsiya va inflyatsiya kutilmalarining 0,7 foizgacha statistik jihatdan ahamiyatli oshishiga olib keladi. Ammo o'sha paytda past noaniqliklar sharoitida esa bu o'zgarishlar inflyatsiya va inflyatsiya kutilmalarini 0,8 foizgacha sezilarli darajada kamaytiradi. Ularning tahlillarida, ushbu monetar siyosatgadi shoklarni holatga bog'liq ta'sirlar bilan, AQSh ma'lumotlarida inflyatsiya kutilmalari bo'yicha noaniqliklarni moslashtirish

⁵ Wang, Y., Whited, T. M., Wu, Y., & Xiao, K. (2022). Bank market power and monetary policy transmission: Evidence from a structural estimation. *The Journal of Finance*, 77(4), 2093-2141.

uchun axborot tuzilishini etarlicha sifatli uzatadigan rejim almashinuvi orqali tarqatilgan ma'lumotlar New Keynesian modeli yordamida uzviylashtirishgan.⁶

Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati:

1. Deb, M. P., Estefania-Flores, J., Firat, M., Furceri, D., & Kothari, S. (2023). *Monetary policy transmission heterogeneity: Cross-country evidence*. International Monetary Fund.
2. Cesa-Bianchi, A., Thwaites, G., & Viccondoa, A. (2020). Monetary policy transmission in the United Kingdom: A high frequency identification approach. *European Economic Review*, 123, 103375.
3. Brandao-Marques, M. L., Gelos, M. R., Harjes, M. T., Sahay, M. R., & Xue, Y. (2020). *Monetary policy transmission in emerging markets and developing economies*. International Monetary Fund.
4. Caglio, C. R., Darst, R. M., & Kalemli-Özcan, Ş. (2021). *Collateral heterogeneity and monetary policy transmission: evidence from loans to SMEs and large firms* (No. w28685). National Bureau of Economic Research.
5. Wang, Y., Whited, T. M., Wu, Y., & Xiao, K. (2022). Bank market power and monetary policy transmission: Evidence from a structural estimation. *The Journal of Finance*, 77(4), 2093-2141.
6. Falck, E., Hoffmann, M., & Hürtgen, P. (2021). Disagreement about inflation expectations and monetary policy transmission. *Journal of Monetary Economics*, 118, 15-31.

⁶ Falck, E., Hoffmann, M., & Hürtgen, P. (2021). Disagreement about inflation expectations and monetary policy transmission. *Journal of Monetary Economics*, 118, 15-31.