
Umida XAYDAROVA

Mustaqil tadqiqotchi

MONETAR SIYOSAT TRANSMISSION MEXANIZMI VALYUTA KANALINING MOLIYA BOZORIGA TA'SIRI.

Annotatsiya: Ushbu tadqiqotda 2019-yil yanvaridan 2024-yil iyunigacha bo'lgan davrda O'zbekiston moliya bozorida monetar siyosatning valyuta kanali ta'siri empirik tahlil qilindi. Milliy valyuta kursining oylik o'zgarishi va moliya bozorining asosiy ko'rsatkichlari — qisqa va uzoq muddatli xorijiy valyutadagi kreditlar hamda depozitlarning real foiz stavkalari va qoldiqlarining o'zgarishi o'rtasidagi bog'liqlik Least Squares modeli orqali baholandi. Natijalarga ko'ra, qisqa muddatli xorijiy kreditlarning real foiz stavkalari asosan tijorat banklarining xorijiy kredit qoldig'i bilan, xorijiy valyutadagi depozit qoldig'i esa milliy valyuta almashinuvi kursi bilan sezilarli darajada bog'liq ekani aniqlandi. Shuningdek, milliy valyutaning qadrsizlanishi aholining xorijiy valyutada jamg'arish tendensiyasini kuchaytirishi, kredit stavkalari o'sishi esa xorijiy kredit hajmini qisqartirishi aniqlangan. Tadqiqot natijalari valyuta kanalining moliya bozoridagi uzatish mexanizmi samarali ishlashini ko'rsatadi.

Kalit so'zlar: valyuta kursi, monetar siyosat, moliya bozori, Least Squares modeli, depozit, kredit.

THE IMPACT OF THE CURRENCY CHANNEL OF MONETARY POLICY TRANSMISSION MECHANISM ON THE FINANCIAL MARKET

Abstract: This study empirically analyzes the impact of the monetary policy transmission mechanism via the exchange rate channel on Uzbekistan's financial market over the period from January 2019 to June 2024. Using the Least Squares model, the relationship between monthly changes in the national currency exchange rate and key financial indicators — short- and long-term foreign currency loans and deposits' real interest rates and balances — was assessed. The results show that short-term foreign currency loan interest rates are significantly influenced by the balance of foreign currency loans in commercial banks, while foreign currency deposit balances are strongly associated with exchange rate fluctuations. Specifically, currency depreciation increases the tendency of households and businesses to save in foreign currency, while rising loan interest rates reduce the volume of foreign currency lending. The findings confirm the effective functioning of the exchange rate channel in the monetary transmission mechanism within the financial market.

Keywords: exchange rate, monetary policy, financial market, Least Squares model, loans, deposit.

KIRISH

Monetar siyosatning valyuta kanali milliy iqtisodiyot barqarorligi va moliya bozori rivojlanishida muhim rol o'ynaydi. Xalqaro tajribalar shuni ko'rsatadiki, ayniqsa ochiq iqtisodiyotga ega va tashqi savdoda yuqori ulushga ega davlatlarda valyuta kursi o'zgarishi inflyatsiya darajasi, eksport-import hajmlari hamda kapital oqimlariga bevosita ta'sir qiladi. O'zbekiston sharoitida milliy valyuta kursining dinamikasi aholining jamg'arma va investitsiya qarorlariga, tijorat banklari kredit siyosatiga hamda umumiy moliyaviy barqarorlikka sezilarli ta'sir ko'rsatadi. Shu sababli, valyuta kanalining uzatish mexanizmidagi o'rnini chuqur ilmiy o'rganish, uning moliya bozoriga ta'sirini aniq o'lchash va nazariy jihatdan asoslash muhim strategik ahamiyatga ega.

Bundan tashqari, valyuta kanalining samaradorligini tahlil qilish makroiqtisodiy siyosat choralarini optimallashtirishda muhim vosita hisoblanadi. Milliy valyutaning qadrsizlanishi yoki mustahkamlanishi iqtisodiy subyektlarning valyuta tanloviga, moliyaviy oqimlarning yo'nalishiga va bank tizimining likvidligiga ta'sir qiladi. Agar bu jarayonlar chuqur ilmiy tadqiq qilinmasa, monetar siyosatning kutilgan natijasi pasayishi yoki umuman yo'qolishi mumkin. Shu bois, valyuta kanalining o'ziga xos xususiyatlarini statistik, empirik va iqtisodiy modellashirish asosida o'rganish davlat iqtisodiy siyosatining yanada aniqroq va samarali bo'lishiga yordam beradi.

2019–2024-yillar davrini qamrab olgan empirik tahlillar O'zbekiston moliya bozorida valyuta kanalining uzatish mexanizmi faol ishlashini tasdiqlaydi. Statistik natijalar milliy valyuta kursi o'zgarishlari va tijorat banklari depozit hamda kredit ko'rsatkichlari o'rtasida sezilarli bog'liqlik mavjudligini ko'rsatdi.

Shuningdek, qisqa muddatli xorijiy kreditlar foiz stavkalari ortishi kredit hajmini qisqartirishi moliyaviy oqimlarning real sektor bilan bevosita bog'liqligini namoyon etdi. Ushbu natijalar monetar siyosat choralarini ishlab chiqishda hamda bank tizimida likvidlik boshqaruvini optimallashtirishda amaliy ahamiyatga ega.

Bunday tahlillarni tizimli ravishda olib borish nafaqat hozirgi vaziyatni baholash, balki kelgusida yuzaga kelishi mumkin bo'lgan makroiqtisodiy xavf va imkoniyatlarni oldindan prognozlash imkonini beradi. O'zbekiston iqtisodiyotining jadal o'zgarib borayotgan sharoitida milliy valyuta kursi, bank depozitlari va kreditlari o'rtasidagi bog'liqlikni muntazam kuzatish, model natijalarini real vaqt rejimida yangilab borish zarur. Bu esa markaziy bank, tijorat banklari va boshqa moliyaviy institutlar uchun qaror qabul qilishda aniqroq va ilmiy asoslangan yondashuvni ta'minlaydi. Natijada, moliya bozorining barqarorligini

mustahkamlash, investitsion muhitni yaxshilash va aholi moliyaviy ishonchini oshirishga erishish mumkin bo'ladi.

ADABIYOTLAR SHARHI

M.Amador va boshqalar foiz stavkalarining nol quyi chegarasi majburiyati tufayli foiz stavkalari paritetiga mos kelmaydigan valyuta kursi siyosatini amalga oshirayotgan monetar siyosat muammosini o'rganishgan. Ularning ilmiy ishlarida dinamik umumiy muvozanat modeli ishlatilgan bo'lib, foiz stavkalari paritetidan chetlanishni va nol quyi chegarasidagi monetar siyosatning xarajatlarini baholash uchun qo'llangan. An'anaviy vaziyatda foiz stavkalari paritetining buzilishi natijasida paydo bo'lgan kapital oqimini monetar hokimiyat xorijiy zaxiralarni to'plab o'zlashtirishi kerak bo'ladi. Ammo ularning fikricha, monetar hokimiyatning bunday intervensiyalari xarajatli bo'ladi va bu xarajatlar qamrab olingan foiz stavkalari paritetidan (covered interest parity – CIP) chetlanishlar va to'plangan xorijiy zaxiralar miqdoriga proporsionaldir. Ularning modeli yaqinda "xavfsiz qo'rg'on" ("safe-haven) valyutalari tajribalarini va ularning CIPdan kuzatilgan chetlanishlari belgilarini tushuntirib berishga qodir deb ta'kidlaydi.¹ Ya'ni model monetar hokimiyatning xorijiy valyuta bozoridagi intervensiyalarini xarajatli jarayon sifatida baholaydi va bu xarajatlar CIPning buzilishidan kelib chiqadi.

J.Ha, M.M.Stocker hamda H.Yilmazkuday ta'kidlashicha mahalliy bozorlardagi narxlarning valyuta kursi o'zgarishlariga qanday moslashishi inflyatsiya dinamikasini tushunish va shu sababli monetar siyosatni boshqarishda muhim ahamiyatga egadir. Biroq, transmission mexanizm valyuta kanalining inflyatsiyaga bo'lgan ta'siri mamlakatlar iqtisodiyotining tuzilish va vaqtga qarab sezilarli darajada farq qiladi. Ular ilmiy ishlarida 47 ta davlatlar uchun tuzilgan struktural faktorlarga boy vektor-autoregressiv modellardan (factor-augmented vector-autoregressive models – FAVAR) foydalangan holda ushbu farqlarni keltirib chiqaruvchi ikki asosiy omilni topganlar. Bular valyuta harakatlarini keltirib chiqaruvchi shokning tabiati va mamlakatga xos xususiyatlar. Ularning olib brogan ekonometrik tahlillari natijalari uch qismdan iborat. Birinchidan, empirik tadqiqot turli ichki va global shoklar bilan bog'liq ravishda turlicha o'tkazish koeffitsiyentlari mavjudligini ko'rsatgan. Ikkinchidan, monetar siyosatni olib boruvchilar doiralari va boshqa struktural xususiyatlarni inobatga olgan holda mamlakat xususiyatlari muhim ahamiyatga egali iqtisodiyotning valyuta tebranishlariga sezgiriligini ta'sir qilgan. O'tkazish koeffitsiyentlari moslashuvchan valyuta kursi rejimlari va ishonchli inflyatsiya maqsadlarini birlashtirgan mamlakatlarda past bo'lishi tendentsiyasi aniqlangan. Nihoyat, empirik natijalar

markaziy bankning mustaqilligi katta valyuta harakatlari davomida inflyatsiyani barqarorlashtirish vazifasini osonlashtirishi va tashqi shoklarga qarshi valyuta kursidan to'liq foydalanishga imkon berishi mumkinligini ham aniqlangan.² Bizning fikrimizcha, ushbu natijalar, valyuta kursi va inflyatsiya o'rtasidagi munosabatlar bo'yicha olingan bilimlarni kengaytirishga yordam beradi va monetar siyosatni shakllantirishda foydali ma'lumotlarni taqdim etadi.

F.Ippolito va boshqalar ilmiy ishlarida empirik tahlil va iqtisodiy modellar yordamida firmalardagi bank kreditlari qoldig'i (outstanding bank loans) va monetar siyosat o'rtasidagi bog'liqlik o'rganilgan. Asosiy metodologiya sifatida regression tahlili va balans hisoboti ma'lumotlari qo'llanilgan. Tahlil natijalariga ko'ra firmalardagi bank kreditlari qoldig'ining firmalarning balans hisoboti orqali monetar siyosatni transmissiya qilishda muhim komponent ekanligini aniqlagan. Chunki boshqa qarzlardagi kabi, ko'p bank kreditlarining foiz stavkalari monetar siyosat stavkalariga mexanik jihatdan bog'langan va ular suzib yuruvchi foizlardir. Bank qarzidan ko'proq foydalanadigan va uni hedjerlamaydigan firmalar, o'z aktsiya narxlari, naqd pul saqlash, savdo, inventar va doimiy kapital investitsiyalarining monetar siyosatga nisbatan sezgirlikni yanada kuchliroq namoyish etadilar. Ular bu ta'sirni moliyaviy jihatdan cheklangan firmalar uchun ancha kuchli, bu esa monetar siyosat tomonidan keltirilgan o'zgarishlarning ushbu firmalarning likvidligi va balans kuchiga ta'sir ko'rsatishi g'oyasi bilan muvofiqdir deb hisoblashadi.³

Bizning fikrimizcha, ushbu ta'sir markaziy bank asosiy stavkalari nolga teng bo'lganda yo'qoladi, bu esa o'z navbatida, suzib yuruvchi foiz stavkalari mexanizmini qo'llab-quvvatlaydi va an'anaviy bo'lmagan monetar siyosatning yangi cheklovini ochib beradi. Ushbu suzib yuruvchi foiz stavkalariga asoslangan kanal, yangi kreditlar orqali ishlovchi keng o'rganilgan bank kredit kanali kabi muhimdir. Ushbu natijalar bank kreditlari va monetar siyosat o'rtasidagi bog'liqlikni chuqurroq tushunishga yordam beradi va firmalarning likvidlik holatini yaxshilashga qaratilgan siyosatlarni ishlab chiqishda foydali ma'lumotlar taqdim etadi.

K.Xiao ilmiy tadqiqotlarida monetar siyosatning yangi transmissiya kanalini topgan va buni "soya pul kanali" (shadow money channel) deb atagan. 1987 yildan 2012 yilgacha bo'lgan davrdagi AQSh pul taklifi ma'lumotlarini tahlil qilar ekan, shuni aniqladiki, soya banklar tomonidan yaratilgan likvid depozitlar, ya'ni soya pul, Federal Zaxira Tizimi restriksion monetar siyosat yuritganda sezilarli darajada kengaygan. Banklar o'rtasidagi raqobatning strukturaviy modelidan foydalangan holda, ushbu yangi kanal depozit bozorida tijorat banklari va soya banklari o'rtasida yetarli darajada mukammal bo'lmagan raqobatning natijasi

ekanligini ko'rsatgan va bu bozor esa turli xildagi depozitorlar bilan ishlaydi. Uning fikricha, bank litsenziyasining yo'qligi sababli, soya banklar transaksiyaviy qulaylikni kamroq ta'minlaydi va shu sababli foizlar bo'yicha raqobatlashishga majbur bo'ladi. Qattiq monetar siyosat yuritish natijasida oshgan foizlarni soya banklar depozitorlarga ko'proq o'tkazadilar, shuning uchun ular tijorat banklaridan foizga sezgir depozitlarni jalb qiladi. Tahlil natijalariga ko'ra, ishlab chiqqin modelni tijorat banklari va pul bozoridagi jamg'arma fondlari darajasidagi institut ma'lumotlariga moslashtirgan va buning natijasida soya pul yaratish tijorat banklari depozitlarining qisqarishini har bir dollardan 35 sentga qadar qoplashi aniqlangan. Bu esa restriksion monetar siyosat ta'sirini sezilarli darajada kamaytirishga olib kelgan. Natijalar shuni ko'rsatadiki, monetar siyosat qat'iylashishi, kutilmagan holda, ko'proq depozitlarning sug'urta qilinmagan soya banklar sektoriga yo'naltirilishiga olib kelishi va natijada banklarning omonatlardan qochish xavfini kuchaytirishi mumkin ekan.⁴

A.Abbate va D.Thaler fikrlaricha, so'nggi moliyaviy inqiroz, moliya sektori va oxir-oqibat, haqiqiy iqtisodiyotning har xil xavflarga duchor bo'lishini tushunishning ahamiyatini belgilab berdi. Xususan, monetar siyosat moliyaviy aktivlar riskini olish kanali (The asset risk-taking channel) orqali ta'sir qilishi mumkin, ya'ni, ushbu kanal riskdan xoli foiz stavkalari past bo'lganida moliya institutlarini riskli sarmoyalarga yo'naltiradigan mexanizmdir deb ta'kidlashmoqda. Ular ilmiy tadqiqotlarida ushbu asset risk-taking channel qanday ishlashi va ahamiyatini miqdoriy makroiqtisodiy model yordamida o'rgangan va monetar muassasa foiz stavkasini belgilashda bank aktivlari xavfini hisobga olishi kerakmi yoki yo'qligini baholagan.

AQSh bank sektori uchun empirik VAR dalillari asosida, ular monetar siyosat bank aktivlari xavfiga ta'sir ko'rsatadigan miqdoriy monetar dinamik stoxastik umumiy muvozanat (DSGE) modelini ishlab chiqishgan. Ularning farazlariga ko'ra, ushbu moliyaviy sektor xavfining bir jihati bo'lib, 2008 yilgi moliyaviy inqiroz oldidan muhim rol o'ynagan bo'lishi mumkin. Tahlil natijalariga ko'ra, omonatchilar va aksiyadorlar o'rtasidagi agentlik muammosi banklarni haddan tashqari xavfli sarmoyalarga yo'naltiradi. Shu bilan birga, expansion monetar siyosat yurutilganda real bozor foiz stavkasi pasayadi, bu esa banklarning haddan tashqari xavf olishiga olib keladi. Chunki bu ularni haddan tashqari xavfli sarmoyalarni tanlashga undagan. Bu esa, o'z navbatida, sarmoyaning kutilayotgan daromadini pasaytiradi va foiz stavkasining keskin pasayishi natijasida ijobiy ishlab chiqarish ta'sirlarini susaytiradi.⁵

Bizning fikrimizcha, foiz stavkalari va aktiv xavfi o'rtasidagi bog'lanish, monetar hokimiyat ushbu kanalni hisobga olishi kerakmi, degan savolni keltirib

chiqaradi. Ushbu savolga javob berish uchun, avvalo, modelni AQSh ma'lumotlari yordamida Bayesian usullari bilan baholash va ushbu qo'shimcha kanalni qo'shish modelning ichki mosligini yaxshilanishiga, impuls javoblarini VAR tahlili natijalari bilan umumiy tarzda mos kelishi lozim. Baholangan modelda optimal monetar siyosatni qo'llashni baholash kerak. Ushbu natijalar monetar siyosatni yaxshilash uchun muhim ma'lumotlar taqdim etadi va banklarning risk tanlovini boshqarishda foydali bo'lishi mumkin.

TADQIQOT METODOLOGIYASI

Ilmiy tadqiqotni amalga oshirishda induksiya, deduksiya, sintez va qiyosiy tahlil kabi usullardan foydalanilgan. Shuningdek, tijorat bankari kredit portfelining amaldagi holatini tahlil qilishda tijorat banklarining rasmiy statistik ma'lumotlari olingan.

Valyuta kanalining moliya bozoriga ta'siri ifodalashda milliy valyuta almashinuv kursi oylik o'zgarishining ($LnExR_t$) moliya bozorining asosiy ko'rsatkichlari hisoblangan qisqa muddatli xorijiy valyutadagi depozitlarning oylik real foizi o'zgarishiga ($LnSTDRFC_t$), qisqa muddatli xorijiy valyutada ajratilgan kreditlarning oylik real foizi o'zgarishiga ($LnSTLRFC_t$), uzoq muddatli xorijiy valyutada ajratilgan kreditlarning oylik real foizi o'zgarishiga ($LnLTLRFC_t$), tijorat banklaridagi xorijiy valyutalardagi depozitlarning oylik qoldig'i o'zgarishiga ($LnTDFC_t$), hamda tijorat banklarining xorijiy valyutada ajratgan kreditlarining oylik qoldig'i o'zgarishiga ($LnLoanFC_t$) ta'sirini empirik tahlili amalga oshiriladi.

Tanlangan ko'rsatkichlar choraklik ko'rsatkichlar bo'lib, 2019M1-2024M6 davr oralig'ini o'z ichiga oladi. Shuningdek, ko'rsatkichlarning ta'sirini aniqlashtirish uchun tanlangan statistik ma'lumotlar natural logorifmlangan.

TAHLIL VA NATIJALAR MUHOKAMASI

Monetar siyosat transmission mexanizmining valyuta kanali muhim kanallardan bo'lib, ushbu kanaldan asosan rivojlanayotgan davlatlar markaziy banklari keng foydalanadi. Garchi rivojlanayotgan davlatlarda transmission mexanizmi kanallarini ishlata olishda yetarlicha muammolar bo'lsada, ammo valyuta kanali faoliyatida muammolar sezilmaydi. Chunki rivojlanayotgan davlatlar milliy valyutalari faqat ichki iqtisodiyotda ishlatilib, tashqi aloqalarda qattiq valyutalardan foydalanadi. Bu esa chet el valyutasiga ushbu davlatlarda doim talab borligini va valyuta kanalining faoliyati samarali bo'lishiga olib keladi.

Ma'lumotlarning normal taqsimotini tekshirish uchun Jak Bera koeffisientidan foydalanildi. Tahlillardan ko'rildiki, tanlangan barcha ko'rsatkichlar normal taqsimotga ega. Chunki, tanlangan barcha ko'rsatkichlar

uchun hisoblangan Jak-Bera koeffisienti ishonchli va ularning ehtimolligi 0,05 dan kichik ekanligi aniqlandi.

Tahlilning dastlabki bosqichida tanlangan ko'rsatkichlarning tasviriy statistikasini amalga oshirilgan.

1-jadval

Ko'rsatkichlarning tasviriy statistikasi

	$LnExR_t$	$LnSTDRFC_t$	$LnSTLRFC_t$	$LnLTLRFC_t$	$LnLoanFC_t$	$LnTDFC_t$
Mean	0.006211	0.001694	0.004741	0.006283	0.012241	0.025362
Median	0.003740	-0.010090	-0.002494	0.007045	0.013700	0.017430
Maximum	0.078443	0.649048	0.225316	0.133995	0.078133	0.139630
Minimum	-0.019523	-0.639340	-0.228680	-0.196133	-0.333453	-0.012493
Std. Dev.	0.014661	0.193879	0.086564	0.072621	0.047112	0.029793
Observations	65	65	65	65	65	65

Ko'rsatkichlarning tasviriy statistikasidan ma'lumki, ko'rilayotgan davrda milliy valyuta almashinuv kursi oylik o'zgarishining o'rtacha darajasi 0,6 foizni tashkil qilib, ushbu ko'rsatkich 7,8 foizdan -1,9 foiz atrofida tebrangan. Shuningdek, milliy valyuta almashinuv kursi o'zgarishining o'rtachadan chetlashish darajasi 1,5 foizni tashkil qilmoqda. Shu bilan birga qisqa muddatli xorijiy valyutadagi depozitlarning oylik real foizi o'zgarishining o'rtacha darajasi 1,7 foizni tashkil qilib, ko'rilayotgan davrda bu maksimum 64,9 foizni hamda minimum -63,9 foizni tashkil qilgan. Qisqa muddatli xorijiy valyutadagi depozitlarning oylik real foizi o'zgarishining standart dispersiyasi 19,4 foizni ko'rsatmoqda.

Qisqa muddatli xorijiy valyutada ajratilgan kreditlarning oylik real foizi o'zgarishini tahlil qilganda uning o'rtacha darajasi 0,5 foizni tashkil qilib, bu ko'rsatkich 22,5 foiz va -22,8 foiz atrofida tebrangan. Shuningdek, qisqa muddatli xorijiy valyutada ajratilgan kreditlarning oylik real foizi o'zgarishining standart dispersiyasi 8,6 foizni tashkil qilgan. Tijorat banklari ajratgan uzoq muddatli xorijiy valyutadagi kreditlarning oylik real foizi o'zgarishining o'rtacha qiymati 0,6 foizni tashkil qilgan, hamda bu ko'rsatkichning standart dispersiyasi 7,3 foizni tashkil qilib, 13,3 hamda -19,6 foiz atrofida tebrangan.

Tijorat banklaridagi xorijiy valyutalardagi depozitlarning oylik qoldig'i o'zgarishining o'rtacha ko'rsatkichi 1,2 foizni tashkil qilgan. Ushbu ko'rsatkich ko'rilayotgan davrda maksimum 7,8 foizni va minimum -33,3 foizni tashkil qilgan holda o'rtachadan chetlashish ko'rsatkichi 4,7 foizni ko'rsatmoqda. Shuningdek, tijorat banklarining xorijiy valyutada ajratgan kreditlarining oylik qoldig'i

o'zgarishining o'rtacha ko'rsatkichi 2,5 foizni tashkil qilgan. Ushbu ko'rsatkich ko'rilayotgan davrda eng yuqori darajasi 13,9 foizni va eng quyi darajasi -1,2 foizni tashkil qilgan holda standart dispersiyasi 2,9 foizni ko'rsatgan.

Tahlilimizning navbatdagi bosqichida ko'rsatkichlarning korrelyasiya matrisasini aniqlaymiz.

2-jadval

Ko'rsatkichlarning korrelyasiya matrisasi

	$LnExR_t$	$LnSTDRFC_t$	$LnSTLRFC_t$	$LnLTLRFC_t$	$LnTDFC_t$	$LnLoanFC_t$
$LnExR_t$	1					
$LnSTDRFC_t$	0.21	1				
$LnSTLRFC_t$	-0.15	-0.09	1			
$LnLTLRFC_t$	-0.13	-0.35	0.04	1		
$LnTDFC_t$	0.68	0.14	-0.232	-0.13	1	
$LnLoanFC_t$	0.29	0.08	-0.37	0.15	0.23	1

Moliya bozoridagi ko'rsatkichlarning milliy valyuta almashinuv kursi bilan korrelyasiyasi ham ilmiy ishlarimizda tahlil qilingan bo'lib, unga ko'ra qisqa va uzoq muddatli xorijiy valyutada ajratilgan kreditlarning oylik real foizi o'zgarishining milliy valyuta kursi bilan korrelyasiyasi manfiy bo'lib, mos ravishda $\rho = -0,15$ va $\rho = -0,13$ larga teng bo'lmoqda. Qolgan ko'rsatkichlarning, xususan qisqa muddatli xorijiy valyutadagi depozitlarning oylik real foizi o'zgarishining, tijorat banklaridagi xorijiy valyutalardagi depozitlarning oylik qoldig'i o'zgarishining, hamda tijorat banklarining xorijiy valyutada ajratgan kreditlarining oylik qoldig'i o'zgarishining milliy valyuta kursi o'zgarishi bilan korrelyasiyasi musbat bo'lib, mos ravishda $\rho = -0,21$, $\rho = -0,68$ va $\rho = -0,29$ larga teng bo'lmoqda. Shu bilan birga milliy valyuta almashinuv kursi bilan korrelyasiyasi eng yuqori bo'lgan ko'rsatkich tijorat banklaridagi xorijiy valyutalardagi depozitlarning oylik qoldig'i o'zgarishi tashkil etmoqda.

3-jadval.

Least Squares modeli asosida qisqa muddatli xorijiy valyutada ajratilgan kreditlarning oylik real foizi o'zgarishiga ta'sir etuvchi omillarni baholash

Dependent Variable: $LnSTLRFC_t$

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2019M03 2024M06

Included observations: 64 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$LnExR_t$	0.811098	1.156816	0.701147	0.4860
$LnSTDRFC_t$	-0.009956	0.055923	-0.178030	0.8593
$LnLTLRFC_t$	0.096175	0.152419	0.630991	0.5305
$LnTDFC_t$	-0.728040	0.564777	-1.289075	0.2025
$LnLoanFC_t$	-0.782832	0.269434	-2.905467	0.0052
C	-2.55E-05	0.000167	-0.152815	0.8791
R-squared	0.177149	Mean dependent var		-2.83E-05
Adjusted R-squared	0.106214	S.D. dependent var		0.001413
S.E. of regression	0.001335	Akaike info criterion		-10.31000
Sum squared resid	0.000103	Schwarz criterion		-10.10761
Log likelihood	335.9201	Hannan-Quinn criter.		-10.23027
F-statistic	2.497328	Durbin-Watson stat		2.865255
Prob(F-statistic)	0.040800			

Least Squares modeli natijalariga ko'ra, 5 foizli ehtimollik bilan tekshirilganda qisqa muddatli xorijiy valyutada ajratilgan kreditlarning oylik real foizi o'zgarishiga faqatgina tijorat banklarining xorijiy valyutada ajratgan kreditlarining oylik qoldig'i o'zgarishi ta'sir qilmoqda. Xususan, tijorat banklarining xorijiy valyutada ajratgan kreditlarining oylik qoldig'i o'zgarishining bir foizga oshishi qisqa muddatli xorijiy valyutada ajratilgan kreditlarning oylik real foizi o'zgarishini -0,78 foizga pasaytirishi aniqlandi. Least Squares modeli natijalariga ko'ra, 5 foizli ehtimollik bilan tekshirilganda qisqa muddatli xorijiy valyutada ajratilgan kreditlarning oylik real foizi o'zgarishiga qolgan ko'rsatkichlarning ta'siri aniqlanmadi.

4-jadval.

Least Squares modeli asosida uzoq muddatli xorijiy valyutada ajratilgan kreditlarning oylik real foizi o'zgarishiga ta'sir etuvchi omillarni baholash

Dependent Variable: $LnLTLRFC_t$

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2019M03 2024M06

Included observations: 64 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$LnSTLRFC_t$	0.070890	0.112347	0.630991	0.5305
$LnExR_t$	-0.412766	0.995901	-0.414465	0.6801
$LnSTDRFC_t$	-0.126698	0.045052	-2.812261	0.0067
$LnTDFC_t$	-0.226883	0.490878	-0.462198	0.6457
$LnLoanFC_t$	0.452565	0.240345	1.882976	0.0647
C	-1.45E-05	0.000143	-0.100976	0.9199

R-squared	0.183044	Mean dependent var	-2.80E-05
Adjusted R-squared	0.112617	S.D. dependent var	0.001217
S.E. of regression	0.001147	Akaike info criterion	-10.61505
Sum squared resid	7.62E-05	Schwarz criterion	-10.41265
Log likelihood	345.6815	Hannan-Quinn criter.	-10.53531
F-statistic	2.599059	Durbin-Watson stat	3.429621
Prob(F-statistic)	0.034500		

Least Squares modeli natijalariga ko'ra, 5 foizli ehtimollik bilan tekshirilganda uzoq muddatli xorijiy valyutada ajratilgan kreditlarning oylik real foizi o'zgarishiga tanlangan ko'rsatkichlarning ta'siri aniqlanmadi.

5-jadval.

Least Squares modeli asosida tijorat banklaridagi xorijiy valyutalardagi depozitlarning oylik qoldig'i o'zgarishiga ta'sir etuvchi omillarni baholash

Dependent Variable: $LnTDFC_t$

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2019M03 2024M06

Included observations: 64 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$LnLoanFC_t$	-0.003746	0.066103	-0.056664	0.9550
$LnLTLRFC_t$	-0.016174	0.034995	-0.462198	0.6457
$LnSTLRFC_t$	-0.038257	0.029678	-1.289075	0.2025
$LnExR_t$	1.326140	0.201481	6.581963	0.0000
$LnSTDRFC_t$	-0.002882	0.012817	-0.224820	0.8229
C	4.33E-06	3.83E-05	0.113117	0.9103

R-squared	0.489244	Mean dependent var	4.18E-06
Adjusted R-squared	0.445213	S.D. dependent var	0.000411
S.E. of regression	0.000306	Akaike info criterion	-13.25605
Sum squared resid	5.44E-06	Schwarz criterion	-13.05365
Log likelihood	430.1935	Hannan-Quinn criter.	-13.17631
F-statistic	11.11142	Durbin-Watson stat	2.812961
Prob(F-statistic)	0.000000		

Least Squares modeli natijalariga ko'ra, 5 foizli ehtimollik bilan tekshirilganda tijorat banklaridagi xorijiy valyutalardagi depozitlarning oylik qoldig'i o'zgarishiga faqatgina milliy valyuta almashinuv kursi o'zgarishi ta'sir qilmoqda. Xususan, milliy valyutaning xorijiy valyutaga nisbatan bir foizga devalvasiya bo'lishi banklaridagi xorijiy valyutalardagi depozitlarning oylik qoldig'i o'zgarishini 1,32 foizga oshirmoqda. Shuningdek, modelda R kvadratning

0,49 ga hamda moslashtirilgan R kvadratning 0,44 ga teng bo'lishi yuqoridagi ta'sirning statistik ahamiyati borligidan dalolat beradi.

Least Squares modeli natijalariga ko'ra, 5 foizli ehtimollik bilan tekshirilganda tijorat banklaridagi xorijiy valyutalardagi depozitlarning oylik qoldig'i o'zgarishiga qolgan ko'rsatkichlarning ta'siri aniqlanmadi.

6-jadval.

Least Squares modeli asosida tijorat banklarining xorijiy valyutada ajratgan kreditlarining oylik qoldig'i o'zgarishiga ta'sir etuvchi omillarni baholash

Dependent Variable: $LnLoanFC_t$

Method: Least Squares

Sample (adjusted): 2019M03 2024M06

Included observations: 64 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
$LnLTLRFC_t$	0.127295	0.067603	1.882976	0.0647
$LnSTLRFC_t$	-0.162301	0.055861	-2.905467	0.0052
$LnExR_t$	0.868981	0.516508	1.682414	0.0979
$LnSTDRFC_t$	0.016328	0.025380	0.643323	0.5225
$LnTDFC_t$	-0.014779	0.260811	-0.056664	0.9550
C	-6.83E-06	7.61E-05	-0.089826	0.9287
R-squared	0.247594	Mean dependent var		-5.77E-06
Adjusted R-squared	0.182731	S.D. dependent var		0.000673
S.E. of regression	0.000608	Akaike info criterion		-11.88347
Sum squared resid	2.14E-05	Schwarz criterion		-11.68107
Log likelihood	386.2710	Hannan-Quinn criter.		-11.80373
F-statistic	3.817203	Durbin-Watson stat		2.757928
Prob(F-statistic)	0.004669			

Least Squares modeli natijalariga ko'ra, 5 foizli ehtimollik bilan tekshirilganda tijorat banklarining xorijiy valyutada ajratgan kreditlarining oylik qoldig'i o'zgarishiga faqatgina qisqa muddatli xorijiy valyutada ajratilgan kreditlarning oylik real foizi o'zgarishi ta'sir qilmoqda. Xususan, qisqa muddatli xorijiy valyutada ajratilgan kreditlarning oylik real foizi o'zgarishining bir foizga oshishi tijorat banklarining xorijiy valyutada ajratgan kreditlarining oylik qoldig'i o'zgarishini -0,16 foizga kamaytirmoqda. Least Squares modeli natijalariga ko'ra, 5 foizli ehtimollik bilan tijorat banklarining xorijiy valyutada ajratgan kreditlarining oylik qoldig'i o'zgarishiga qolgan ko'rsatkichlarning ta'siri aniqlanmadi.

XULOSA VA TAKLIFLAR

Yuqoridagi ilmiy tahlil natijalariga asoslanib, quyidagi xulosalarni keltirish mumkin:

Birinchidan, 2019-yil yanvaridan 2024-yil iyuniga qadar bo'lgan davrda milliy valyuta almashinuvi kursining oylik o'zgarish darajasi o'rtacha 0,6 % bo'lib, u 7,8 % gacha oshgan yoki -1,9 % gacha kamaygan. Shu davrda qisqa muddatli xorijiy valyutadagi depozitlarning oylik real foizi o'rtacha 1,7 % bo'lib, eng yuqori o'sish 64,9 % va eng katta pasayish -63,9 % ni tashkil qilgan. Bu ko'rsatkichlarning katta standart og'ishlarga ega bo'lishi (19,4 % gacha) moliya bozoridagi tebranishlarning yuqoriligini va valyuta kanalining makroiqtisodiy barqarorlikka bevosita ta'sirini ko'rsatadi.

Ikkinchidan, Least Squares regressiya modellari tahliliga ko'ra, qisqa muddatli xorijiy valyutada ajratilgan kreditlarning oylik real foizi o'zgarishiga eng sezilarli ta'sir ko'rsatuvchi omil — tijorat banklarining xorijiy valyutada ajratgan kreditlarining oylik qoldig'i o'zgarishi bo'lib, ushbu qoldiq 1 % ga oshganda, real foiz stavkasi o'rtacha 0,78 % ga pasayadi. Ushbu natija qisqa muddatli kreditlash hajmi ortishi bozor stavkalarini pasaytirishga moyilligini va likvidlikning oshishi kredit narxlarini pasaytirishi mumkinligini ko'rsatadi.

Uchinchidan, tijorat banklaridagi xorijiy valyutalardagi depozitlar qoldig'i asosan milliy valyuta almashinuvi kursi bilan bog'liq bo'lib, milliy valyutaning xorijiy valyutaga nisbatan 1 % ga qadrsizlanishi bunday depozitlar qoldig'ini o'rtacha 1,32 % ga oshiradi. Bu esa devalvatsiya kutilmalarining aholining va xo'jalik subyektlarining jamg'arma tuzilmasiga bevosita ta'sir qilayotganini tasdiqlaydi. Modeldagi $R^2 = 0,49$ bo'lishi ushbu bog'liqlikning statistik ahamiyati yuqoriligini bildiradi.

To'rtinchidan, tijorat banklarining xorijiy valyutada ajratgan kreditlarining oylik qoldig'i ham qisqa muddatli xorijiy kreditlar stavkalari bilan salbiy bog'liq bo'lib, qisqa muddatli kreditlarning oylik real foizi 1 % ga oshganda, tijorat banklarining xorijiy kredit qoldig'i o'rtacha 0,16 % ga kamayadi. Bu esa kredit stavkalarining oshishi kredit hajmini qisqartirishini, demakki, moliyaviy oqimlarning real sektor bilan uzviy bog'liqligini ko'rsatadi. Natijalar valyuta kanalining moliya bozoridagi uzatish mexanizmi faol ishlashini va u bozor ishtirokchilarining qarorlariga kuchli ta'sir ko'rsatishini tasdiqlaydi.

Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati:

1. Amador, M., Bianchi, J., Bocola, L., & Perri, F. (2020). Exchange rate policies at the zero lower bound. *The Review of Economic Studies*, 87(4), 1605-1645.

2. Ha, J., Stocker, M. M., & Yilmazkuday, H. (2020). Inflation and exchange rate pass-through. *Journal of International Money and Finance*, 105, 102187.
3. Ippolito, F., Ozdagli, A. K., & Perez-Orive, A. (2018). The transmission of monetar policy through bank lending: The floating rate channel. *Journal of Monetar Economics*, 95, 49-71.
4. Xiao K. Monetar transmission through shadow banks //The Review of Financial Studies. – 2020. – T. 33. – №. 6. – C. 2379-2420.
5. Abbate, A., & Thaler, D. (2019). Monetar policy and the asset risk-taking channel. *Journal of Money, Credit and Banking*, 51(8), 2115-2144.