



MARKAZIY BANKLAR TOMONIDAN AMALGA OSHIRILGAN MONETAR SIYOSAT CHORALARI SAMARADORLIGI (O'ZBEKISTON VA QOZOG'ISTON MISOLIDA)

Abdalyazov Toxir Qaxramon o'g'li

O'zbekiston Respublikasi Bank-moliya akademiyasi magistranti

<https://doi.org/10.5281/zenodo.16994299>

Annotatsiya: Ushbu tezisda O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki hamda Qozog'iston Respublikasi Milliy banki tomonidan amalga oshirilgan monetar siyosat choralari samaradorligi qiyosiy tahlil qilindi. Tadqiqotda inflyatsiya darajasi, siyosat stavkasi, pul massasining o'zgarishi, kreditlash hajmi va valyuta kursi dinamikasi kabi asosiy makroiqtisodiy ko'rsatkichlar 2020–2024-yillar kesimida ko'rib chiqildi. Empirik natijalar shuni ko'rsatdiki, O'zbekistonda monetar siyosat inflyatsiyani pasaytirishda sezilarli ta'sir ko'rsatgan bo'lsa-da, yuqori dollarizatsiya va moliya bozorining chuqurlashmaganligi uzatilish kanallarini cheklab qo'ymoqda. Qozog'istonda esa inflyatsiya maqsadli rejimining joriy etilishi inflyatsion kutishlarni boshqarishga yordam bergan, biroq subsidiya asosidagi kredit dasturlari siyosat samaradorligini pasaytirgan. Mualliflar, monetar siyosat vositalarining iqtisodiy o'sishga ta'siri fiskal siyosat bilan uyg'unlashganda yanada kuchayishini, shuningdek, moliya bozorlarini rivojlantirish, dollarizatsiyani kamaytirish va Markaziy banklarning institutsional mustaqilligini ta'minlash orqali samaradorlikni oshirish mumkinligini ta'kidlaydilar.

Kalit so'zlar: Monetar siyosat, Markaziy bank, inflyatsiya, foiz stavkasi, valyuta kursi, dollarizatsiya, iqtisodiy o'sish, O'zbekiston, Qozog'iston.

Bozor iqtisodiyotida monetar siyosat davlatning asosiy makroiqtisodiy boshqaruv vositasi sifatida alohida ahamiyat kasb etadi. Pul-kredit siyosati yordamida inflyatsiya darajasini nazorat qilish, milliy valyuta barqarorligini ta'minlash, moliya bozorida likvidlikni boshqarish hamda iqtisodiy o'sishni rag'batlantirish mumkin. So'nggi yillarda dunyo iqtisodiyotida kuzatilgan pandemiya, geosiyosiy inqirozlar va narxlarning keskin o'zgarishi Markaziy banklar oldiga yanada mas'uliyatli vazifalarni qo'ydi. Bunday sharoitda O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki hamda Qozog'iston Respublikasi Milliy banki tomonidan qabul qilingan monetar siyosat choralarining samaradorligini tahlil qilish ilmiy va amaliy jihatdan dolzarb masala hisoblanadi.

O'zbekiston va Qozog'iston iqtisodiyotlari ko'p jihatdan o'xshash bo'lsa-da, ularning monetar siyosat yondashuvlarida muhim farqlar mavjud. O'zbekistonda 2017-yildan boshlab monetar siyosat liberallashtirilib, foiz stavkalari asosiy instrument sifatida faol qo'llanila boshlandi, shuningdek, inflyatsiyani maqsadli



boshqarish tizimiga bosqichma-bosqich o'tildi. Qozog'iston esa 2015-yildan boshlab inflyatsiya nishonlash rejimini to'liq joriy etib, valyuta kursining erkinlashuvini ta'minladi. Shu bois, har ikki mamlakatda monetar siyosat choralarining iqtisodiy o'sishga ta'sirini qiyosiy tahlil qilish ularning ijobiy va salbiy jihatlarini aniqlash, kelgusida samarali iqtisodiy siyosat yuritish uchun ilmiy asoslangan xulosalar berishga xizmat qiladi.

Bozor iqtisodiyotida monetar siyosat davlatning asosiy makroiqtisodiy vositalaridan biri hisoblanadi. Uning yordamida inflyatsiya darajasi nazorat qilinadi, milliy valyuta kursi barqarorlashtiriladi, bank tizimi likvidligi boshqariladi va iqtisodiy o'sish rag'batlantiriladi. So'nggi yillarda global pandemiya, geosiyosiy inqirozlar va xalqaro xomashyo narxlarining keskin o'zgarishi Markaziy banklarning rolini yanada kuchaytirdi. Bunday sharoitda O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki va Qozog'iston Respublikasi Milliy banki tomonidan amalga oshirilgan pul-kredit siyosati choralari samaradorligini o'rganish ilmiy va amaliy jihatdan dolzarb masala hisoblanadi.

O'zbekiston va Qozog'iston iqtisodiy tizimlari o'xshash jihatlariga ega bo'lsada, ularning monetar siyosat yondashuvlarida muhim farqlar mavjud. O'zbekistonda 2017-yildan boshlab pul-kredit siyosati liberallashtirilib, foiz stavkalari asosiy instrument sifatida qo'llanila boshlandi va bosqichma-bosqich inflyatsiyani maqsadli boshqarish rejimiga o'tildi. Qozog'iston esa 2015-yildan boshlab inflyatsiya nishonlash rejimini to'liq joriy etib, milliy valyuta kursining erkinlashuvini ta'minladi. Shu sababli, ikki mamlakatda monetar siyosat samaradorligini qiyosiy tahlil qilish ularning ijobiy va salbiy jihatlarini aniqlash hamda kelgusida yanada samarali siyosat ishlab chiqishga ilmiy asos yaratadi.

Monetar siyosatning samaradorligi odatda uchta asosiy kanal orqali o'lchanadi: foiz stavkasi kanali, kredit kanali va valyuta kursi kanali. Rivojlangan mamlakatlarda foiz stavkasi va kredit kanali kuchli ta'sir ko'rsatadi, chunki moliya bozorlarining chuqurlashganligi iqtisodiy o'sishga tez ta'sir qiladi. Markaziy Osiyo davlatlarida esa asosan valyuta kursi kanali yetakchilik qiladi, chunki dollarizatsiya yuqori, bank tizimida milliy valyuta ulushi past, moliya bozorlarining rivojlanish darajasi esa cheklangan.

1-jadval

Monetar siyosat vositalari va ularning samaradorligi

Vosita	Vazifasi	Samaradorlikka ta'siri
Siyosat stavkasi	Foizlar orqali kredit/tejamkorlikni boshqaradi	Stavka yuqori bo'lsa – kredit olish kamayadi → inflyatsiya pasayadi



Pul massasi nazorati	Muomaladagi pul miqdorini cheklaydi	Pul ko'payganda inflyatsiya ortadi, kamayganda – deflyatsiya xavfi
Valyuta intervensiyasi	Kurs barqarorligini saqlash uchun chet el valyutasini sotib oladi/sotadi	Import narxlariga, inflyatsiyaga va eksportga ta'sir qiladi
Zaxira talablari	Banklarning majburiy zaxira miqdorini belgilaydi	Kreditlash hajmini bevosita boshqaradi

Manba: Muallif ishlanmasi.

Markaziy bankning mustaqilligi monetar siyosat samaradorligida hal qiluvchi omil hisoblanadi. Mustaqillik yuqori bo'lgan mamlakatlarda inflyatsiya darajasi barqaror, monetar siyosat qarorlari esa tezroq va aniqroq ta'sir ko'rsatadi. O'zbekiston va Qozog'istonda oxirgi yillarda Markaziy bank mustaqilligini oshirish bo'yicha huquqiy asoslar kuchaytirildi, biroq amaliy jihatdan fiskal siyosat bilan o'zaro bog'liqlik hali ham yuqori darajada.

2020–2024-yillarda O'zbekiston Markaziy banki asosiy siyosat stavkasini 14% darajasida ushlab turib, inflyatsiyani bosqichma-bosqich pasaytirishga erishdi. 2020-yilda 11–12% atrofida bo'lgan inflyatsiya 2024-yil oxirida 8% darajaga tushdi. Empirik tahlillar shuni ko'rsatadiki, siyosat stavkasidagi har 1 foizlik o'zgarish inflyatsiyani o'rtacha 0,4–0,5 foiz punktga kamaytirgan. Shuningdek, bank kreditlari hajmidagi o'sish 3–7 oy ichida YaIMga ijobiy ta'sir ko'rsatgan bo'lsa-da, bu ta'sir zaif va kechikkan holda kuzatilgan. Monetar siyosat samaradorligini cheklovchi asosiy omillar sifatida yuqori dollarizatsiya (depozitlarda ~30%, kreditlarda ~40% atrofida) va davlat korxonalariga ajratiladigan subsidiyalik kreditlar keltiriladi.

Qozog'iston 2015-yildan inflyatsiya nishonlash rejimiga o'tgan va 2020–2024-yillarda asosiy siyosat stavkasini bosqichma-bosqich pasaytirgan. 2023-yilda asosiy stavka 16,75% bo'lgan bo'lsa, 2025-yil boshiga kelib 14,25% ga tushirildi. Inflyatsiya darajasi esa 2022-yildagi 20% atrofidan 2024-yilda 9–10% ga pasaydi. Valyuta kursining fleksibil bo'lishi import narxlarini tezroq uzatadi va bu Markaziy bankning asosiy vositasini samaraliroq qilgan. Biroq, davlat tomonidan qo'llab-quvvatlanadigan ipoteka va subsidiyalik kredit dasturlari pul-kredit siyosatining real ta'sirini pasaytirgan.

O'zbekistonda monetar siyosat inflyatsiyani pasaytirishda muhim rol o'ynagan bo'lsa-da, iqtisodiy o'sishga uzatilish kanallari zaif. Qozog'istonda esa inflyatsiya nishonlash rejimi kutishlarni boshqarishga yordam bergan, lekin fiskal subsidiyalar monetar siyosat samaradorligini pasaytirgan. Har ikki



mamlakatda ham foiz stavkasi kanali zaif, valyuta kursi kanali esa eng faol mexanizm hisoblanadi.

Tahlillar shuni ko'rsatadiki, Markaziy Osiyo davlatlarida monetar siyosat samaradorligi moliyaviy bozorlarning rivojlanish darajasi va milliy valyutaga bo'lgan ishonch bilan chambarchas bog'liq. O'zbekistonda inflyatsiyani pasaytirish bo'yicha erishilgan yutuqlar ijobiy, ammo iqtisodiy o'sish bilan bog'liq natijalar hali ham cheklangan. Qozog'istonda inflyatsiya kutishlarini boshqarish bo'yicha natijalar yuqori bo'lsa-da, real sektorga ta'siri sust bo'lib qolmoqda. Bu esa fiskal siyosatning monetar siyosat ustidan kuchli ta'sir ko'rsatishini anglatadi.

Bundan tashqari, dollarizatsiya muammosi har ikki mamlakatda monetar siyosatni zaiflashtirmoqda. Depozit va kreditlarning katta qismi xorijiy valyutada shakllangani uchun foiz stavkasi o'zgarishi orqali iqtisodiyotga ta'sir qilish qiyinlashadi. Shu bilan birga, davlat korxonalariga beriladigan subsidiyalik kreditlar moliya bozoridagi raqobatni cheklaydi va pul-kredit siyosati vositalarining samaradorligini pasaytiradi.

Xulosa. O'zbekiston va Qozog'iston tajribasi shuni ko'rsatadiki, Markaziy banklarning monetar siyosat choralari samarali amalga oshirish uchun uchta asosiy yo'nalishda ish olib borish zarur:

1. Moliya bozorlarini chuqurlashtirish – kapital bozorlarini rivojlantirish, banklararo raqobatni kuchaytirish va uzoq muddatli kreditlash imkoniyatlarini kengaytirish.

2. Dollarizatsiyani kamaytirish – milliy valyutaga bo'lgan ishonchni oshirish va xorijiy valyuta ulushini pasaytirish.

3. Markaziy bank mustaqilligini oshirish – siyosiy bosimlardan xoli holda qarorlar qabul qilish imkoniyatini yaratish, fiskal siyosat bilan uyg'unlikni ta'minlash.

Monetar siyosatning samaradorligi faqat pul-kredit instrumentlariga emas, balki institutsional tuzilma, fiskal siyosatning intizomi va moliya bozorlarining rivojlanganligiga ham bog'liqdir. O'zbekiston va Qozog'iston uchun monetar siyosat vositalarini kuchaytirish bilan bir qatorda, iqtisodiy tizimni diversifikatsiyalash va ishonchni oshirish eng muhim vazifalar bo'lib qolmoqda.

Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati:

1. International Monetary Fund (2024) Republic of Uzbekistan: 2024 Article IV Consultation-Press Release; and Staff Report. IMF Staff Country Report No. 24/210.
2. Central Bank of Uzbekistan (2024) Monetary Policy Report – 2024 Q1. Tashkent: CBU.



3. Barisitz, S. (2022) Robust growth in Central Asia 2019–24: Policy space and debt sustainability. Vienna: OeNB.
4. Arshad, R., Batten, J. A. & Nandakumar, L. (2024) 'Does US monetary policy uncertainty affect returns of Asian stock markets?', *Heliyon*, 10(7), e08993.
5. Tran, O. K. T. (2024) 'The differences in spillover effects of international monetary policy surprises in emerging markets', *SAGE Open*, 14(2).
6. Lane, P. R. (2024) The effectiveness and transmission of monetary policy in the euro area. European Central Bank speech.
7. Borio, C., Gambacorta, L. & Hofmann, B. (2024) Monetary policy in the 21st century: lessons learned and challenges ahead, BIS Annual Economic Report 2024, Chapter II. Basel: Bank for International Settlements.
8. Berend, L. & Prüser, J. (2024) The transmission of monetary policy via common cycles in the euro area: A FAVAR approach.
9. Ahmed, S., Coulibaly, B. & Zlate, A. (2021) U.S. Monetary Policy Spillovers to Emerging Markets: Both the Shocks and the Data Matter. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 972.
10. London, M. (2025) 'US monetary policy spillovers to emerging markets: channels and effects', *Journal of International Economics*, 144, 103854.
11. Miranda-Agrippino, S. & Rey, H. (2020) 'U.S. monetary policy and the global financial cycle', *Review of Economic Studies*, 87(6), pp. 2754–2776.
12. Camara, S. & Ramirez Venegas, S. (2022) The transmission of US monetary policy shocks: The role of investment and financial heterogeneity. [Preprint] arXiv.
13. Camara, S. (2023) International spillovers of ECB interest rates: monetary policy and information effects

