

**MONETAR SIYOSAT VOSITALARINING IQTISODIY O'SISHGA TA'SIRI:
O'ZBEKISTON VA QOZOG'ISTON MISOLIDA QIYOSIY TAHLILI**

Abdalyazov Toxir Qaxramon o'g'li

O'zbekiston Respublikasi Bank-moliya akademiyasi magistranti.

<https://doi.org/10.5281/zenodo.17009463>

Annotatsiya. Ushbu ilmiy maqolada monetar siyosat vositalarining iqtisodiy o'sishga ta'siri O'zbekiston va Qozog'iston misolida qiyosiy tahlil qilinadi. Tadqiqotda so'ngi yillarda ikki mamlakat markaziy banklari tomonidan qo'llanilgan asosiy instrumentlar — asosiy stavka, ochiq bozor operatsiyalari, majburiy zaxiralar me'yorlari hamda valyuta bozoridagi amaliyotlar tahlil qilingan. Natijalar shuni ko'rsatadiki, qisqa muddatda monetar siyosat inflyatsiyani jilovlash va kutilmalarni shakllantirish orqali barqarorlikni ta'minlashga xizmat qilsa, o'rta va uzoq muddatda foiz kanali, valyuta kursi kanali hamda kreditlash dinamikasi orqali iqtisodiy o'sishga ta'sir ko'rsatadi. Qozog'istonda suzuvchi almashinuv kursi va inflyatsion targetlash rejimi siyosatning samaradorligini oshirgan bo'lsa-da, Milliy jamg'arma mablag'lari orqali amalga oshiriladigan valyuta operatsiyalari monetar uzatish mexanizmlarini zaiflashtirishi mumkin. O'zbekistonda esa dedollarizatsiya jarayoni va UZONIA indeksining joriy etilishi foiz kanalining kuchayishiga yordam bermoqda, biroq bozor infratuzilmasining hali yetarli darajada rivojlanmaganligi sababli siyosat ta'siri kechikib namoyon bo'lmoqda. Tadqiqot yakunida monetar siyosat vositalarini iqtisodiy o'sishni qo'llab-quvvatlash bilan uyg'unlashtirish bo'yicha har ikki mamlakat uchun tavsiyalar ishlab chiqilgan.

Kalit so'zlar: monetar siyosat, asosiy stavka, ochiq bozor operatsiyalari, inflyatsion targetlash, dedollarizatsiya, O'zbekiston, Qozog'iston, iqtisodiy o'sish.

Abstract. This scientific article provides a comparative analysis of the impact of monetary policy instruments on economic growth in the case of Uzbekistan and Kazakhstan. The study analyzes the main instruments used by the central banks of the two countries in recent years - the key rate, open market operations, reserve requirements, and foreign exchange market practices. The results show that while monetary policy serves to ensure stability in the short term by curbing inflation and shaping expectations, in the medium and long term it affects economic growth through the interest rate channel, the exchange rate channel, and credit dynamics.

Although the floating exchange rate and inflation targeting regime in Kazakhstan have increased the effectiveness of the policy, foreign exchange operations carried out through the National Fund may weaken monetary transmission mechanisms. In Uzbekistan, the dedollarization process and the introduction of the UZONIA index are helping to strengthen the interest rate channel, but the policy impact is lagging behind due to the underdeveloped market infrastructure. The study concludes with recommendations for both countries on how to align monetary policy instruments with supporting economic growth.

Keywords: monetary policy, key rate, open market operations, inflation targeting, dedollarization, Uzbekistan, Kazakhstan, economic growth.

Kirish: Iqtisodiyotni barqaror rivojlantirishda monetar siyosat markaziy o'rin tutadi. Pul-kredit vositalari orqali milliy valyutaning barqarorligini saqlash, inflyatsiya jarayonlarini jilovlash va investitsion faollikni qo'llab-quvvatlash orqali mamlakatning iqtisodiy o'sish

sur'atlari shakllanadi. Ayniqsa, so'nggi yillarda global iqtisodiy muhitda yuzaga kelgan inflyatsion bosimlar, geosiyosiy xavflar hamda moliyaviy bozorlarning o'zgaruvchanligi monetar siyosatning rolini yanada kuchaytirdi. O'zbekiston mustaqillik yillarida bosqichma-bosqich bozor iqtisodiyotiga o'tish sharoitida monetar siyosatni takomillashtirib kelmoqda. 2017 yildan boshlab inflyatsion targetlash rejimiga o'tish jarayonlari boshlangan bo'lib, markaziy bank asosiy stavka va likvidlik operatsiyalari orqali pul massasi va inflyatsiyani boshqarish imkoniyatlarini kengaytirdi. So'nggi yillarda UZONIA indeksi, REPO auksionlari va majburiy zaxiralar me'yorlarining moslashtirilishi foiz kanali va dedollarizatsiya jarayonlarining kuchayishiga xizmat qildi. Qozog'iston esa 2015 yildan boshlab suzuvchi valyuta kursi va inflyatsion targetlash siyosatini to'liq joriy etib, mintaqada nisbatan ilg'or monetar boshqaruv tajribasini shakllantirdi.

Milliy bank asosiy stavkani siyosatning markaziy langari sifatida belgilab, ochiq bozor operatsiyalari, qisqa muddatli notalar va valyuta intervensiyalari orqali inflyatsion kutilmalarni shakllantirishga e'tibor qaratdi. Shu bilan birga, Milliy jamg'arma mablag'lari orqali amalga oshiriladigan valyuta savdolari fiskal va monetar siyosat o'rtasidagi bog'liqlikni kuchaytirdi.

Mavzuga oid adabiyotlar sharhi. Pul-kredit siyosatining iqtisodiy o'sishga ta'siri masalasi nafaqat rivojlangan, balki rivojlanayotgan davlatlar uchun ham nihoyatda dolzarb hisoblanadi. O'zbekiston olimlari tomonidan bu borada qator izlanishlar olib borilgan. Jumladan, Abduraxmonov Q.H. (2019) o'zining "Pul-kredit siyosatini modernizatsiya qilish yo'nalishlari" nomli tadqiqotida mamlakatda bosqichma-bosqich amalga oshirilayotgan monetar liberallashtirish siyosatini chuqur tahlil qiladi. Muallif asosiy e'tiborni foiz stavkasining inflyatsiyaga va iqtisodiy o'sish jarayoniga ta'sir mexanizmlariga qaratadi. Tadqiqotda shuningdek, markaziy bankning ochiqlik siyosati va kommunikatsiya strategiyasi iqtisodiy agentlar kutilmalariga qanday ta'sir ko'rsatishi o'rganilgan. Abduraxmonov dedollarizatsiya siyosati hamda bank tizimining likvidlik boshqaruvi vositalari orqali iqtisodiy o'sish sur'atlarini barqarorlashtirish yo'llarini ko'rsatib beradi.

Shunga yaqin yondashuv Xusanov B.B. (2021) tomonidan ham ilgari surilgan. Muallif o'zining "Inflyatsion targetlashga o'tishda foiz stavkasi siyosatining roli" nomli maqolasida aynan O'zbekiston misolida monetar uzatish mexanizmlarini empirik baholagan. UZONIA indeksi, asosiy stavka va ochiq bozor operatsiyalarining inflyatsiyaga va yalpi ichki talabga ta'siri tahlil qilingan bo'lib, tadqiqotda foiz stavkasi kanali orqali pul-kredit siyosatining real sektor bilan qanday bog'lanishi, qaysi hollarda kechikishlar ro'y berishi hamda bu tizim samaradorligini oshirishda nimalar qilish kerakligi ko'rsatib berilgan.

Rossiyalik olimlar ham o'z tadqiqotlarida ushbu muammoning turli jihatlariga urg'u berishgan. Ivanova E.V. (2020) tomonidan yozilgan "Rossiyada pul-kredit siyosati samaradorligi: empirik baholash" nomli ishda Rossiya Markaziy bankining asosiy stavkasidagi o'zgarishlarning inflyatsiya darajasi, investitsiyalar hajmi va aholining kredit olish faolligiga ta'siri VAR-modellari orqali tahlil etiladi. Ivanovanning xulosasiga ko'ra, Rossiyada foiz stavkasi uzatish kanali nisbatan kuchli ishlaydi, biroq fiskal siyosat bilan yetarli darajada muvofiqlashtirilmaganligi tufayli kutilgan samaralar to'liq namoyon bo'lmaydi. Bu esa monetar siyosatning makroiqtisodiy barqarorlikka ta'sirini cheklaydi.

Rossiya, Qozog‘iston va Belarus tajribasi asosida chuqur tahlil olib borgan yana bir olim – Klimov A.I. (2018) bo‘lib, u “Markaziy banklar faoliyatida monetar siyosat va valyuta intervensiyalari o‘rtasidagi muvozanat” nomli tadqiqotida markaziy banklarning bozor kurslariga aralashuvi va foiz siyosati o‘rtasidagi murakkab bog‘liqlikni yoritadi. Klimovning fikricha, pul-kredit siyosati samaradorligi faqat asosiy stavkani belgilash bilan emas, balki valyuta bozoridagi intervensiyalarning shaffofligi va prognozli xatti-harakatlari bilan ham chambarchas bog‘liqdir.

Yevropa olimlari orasida ushbu mavzuga eng chuqur nazariy tahlilni Lars Svensson (2017, Shvetsiya) o‘zining “Inflation targeting and flexible monetary policy under uncertainty” nomli asarida bergan. U noaniqlik va siyosiy ehtimollilik sharoitida pul-kredit siyosati qanday olib borilishi kerakligini tahlil qiladi. Svenssonning fikricha, inflyatsion targetlash rejimi ostida markaziy bank faqat real ko‘rsatkichlarga emas, balki agentlarning kutilmalariga asoslangan faol siyosat yuritishi kerak. U stavkaning prognozli boshqaruvi, siyosiy langar sifatida xizmat qilishi va shaffof kommunikatsiya mexanizmlarining kuchini asoslab beradi.

Yevropaning boshqa bir taniqli olimasi Elena Carletti (2022, Italiya) esa o‘zining “Interest rate policy and financial market structure in emerging Europe” nomli tadqiqotida Yevropa Markaziy va Sharqiy mintaqasidagi rivojlanayotgan davlatlarda monetar siyosatning kredit bozorlariga ta‘sirini empirik o‘rganadi. Uning fikricha, agar moliyaviy infratuzilma yetarli darajada rivojlanmagan bo‘lsa, foiz stavkasining bank kreditlashiga ta‘siri cheklangan bo‘ladi. Shu sababli u mikroprudensial choralarni monetar siyosat bilan uyg‘un holda olib borishni tavsiya qiladi. Carletti ayniqsa, rivojlanayotgan davlatlar uchun kredit kanali orqali iqtisodiy o‘rishni boshqarish murakkab bo‘lishi mumkinligini isbotlab beradi.

Tadqiqot metodologiyasi. Ushbu tadqiqotda monetar siyosat vositalarining iqtisodiy o‘rishga ta‘sirini o‘rganish uchun qiyosiy tahlil metodidan foydalanildi. O‘zbekiston va Qozog‘iston Markaziy banklari tomonidan qo‘llanilgan asosiy monetar instrumentlar — asosiy stavka, ochiq bozor operatsiyalari, majburiy zaxiralar va valyuta intervensiyalari asosida ikki mamlakatdagi siyosiy yondashuvlar, ularning samaradorligi va iqtisodiy ko‘rsatkichlarga (YaIM, inflyatsiya, kredit hajmi) ta‘siri tahlil qilindi. Qiyosiy tahlil metodikasi orqali ikki davlat o‘rtasidagi o‘xshashliklar, farqlar va ularning sabablarini aniqlash imkoniyati yaratildi.

Empirik tahlilda so‘ngi yillar oralig‘ida choraklik va oylik statistik ma‘lumotlardan foydalanildi. Ma‘lumotlar O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki, Qozog‘iston Respublikasi Milliy banki, Davlat statistika qo‘mitalari va xalqaro tashkilotlar (IMF, BIS, World Bank) ochiq manbalaridan yig‘ildi. Inflyatsiya, real YaIM o‘sishi, siyosiy foiz stavkasi, kredit hajmi va valyuta kurslari kabi asosiy makroiqtisodiy ko‘rsatkichlar orasidagi bog‘liqlikni baholash uchun autoregressiv taqsimlangan laglar modeli (ARDL) va strukturaviy vektor autoregressiya (SVAR) modellari qo‘llanildi. ARDL yordamida o‘rta muddatli kointegratsion bog‘lanishlar aniqlansa, SVAR usuli orqali siyosiy stavka o‘zgarishlarining iqtisodiy o‘zgaruvchilarga ta‘siri shok javob funksiyalari orqali baholandi.

Tadqiqotda metodik yondashuv sifatida iqtisodiy nazariyalar bilan empirik tahlil uyg‘unlashtirildi. Monetar uzatish mexanizmlari — foiz stavkasi kanali, kredit kanali, valyuta kursi kanali va inflyatsion kutilmalar orqali siyosatning real iqtisodiyotga ta‘siri izohlandi.

Shuningdek, dedollarizatsiya, moliyaviy bozorlarning chuqurligi va fiskal-monetar siyosatning o‘zaro uyg‘unligi kabi omillar tahlil natijalariga kontekst sifatida qo‘shildi.

Natijalar esa O'zbekiston va Qozog'iston tajribasi asosida iqtisodiy o'sishni rag'batlantiruvchi optimal monetar yondashuvlarni aniqlashda asos bo'lib xizmat qildi.

Tahlil va natijalar. O'zbekiston va Qozog'iston Markaziy banklarining 2020–2024-yillar davomida amalga oshirgan monetar siyosatlari, asosiy ko'rsatkichlar asosida qiyosiy tahlil qilindi. Tadqiqotga jalb qilingan yillik makroiqtisodiy ma'lumotlar, ayniqsa pandemiyadan keyingi iqtisodiy tiklanish, inflyatsiyaviy bosimlar va foiz siyosati samaradorligini baholashda muhim ahamiyatga ega bo'ldi.

1-jadval

2020–2024-yillardagi makroiqtisodiy ko'rsatkichlar (qiyosiy tahlil)

Yil	Real YaIM o'sishi (O'zbekiston, %)	Real YaIM o'sishi (Qozog'iston, %)	Inflyatsiya darajasi (yil yakunida, y/y, %)	Asosiy stavka (yillik, %)	Nominal YaIM hajmi (O'zbekistonda, trln so'm)	Nominal YaIM (Qozog'iston, mlrd KZT)
2020	1.6	-2.6	11.1	15.0	580.2	69,800
2021	7.4	4.1	10.0	14.0	723.5	83,000
2022	5.7	3.2	12.3	16.0	907.6	103,200
2023	6.0	5.1	10.6	14.0	1,020.0	114,900
2024	6.5	5.0	9.8	14.0 / 16.5	1,150.0	125,000

Manba: <https://stat.uz> va <https://stat.gov.kz> ma'lumotlari asosida muallif ishlanmasi.

2020–2024-yillar davomida O'zbekiston va Qozog'iston iqtisodiyotlari global pandemiya, geosiyosiy beqarorlik va inflyatsion bosimlar sharoitida rivojlanib bordi. Jadvalda keltirilgan statistik ko'rsatkichlar ikki mamlakatning makroiqtisodiy barqarorlikni saqlab qolish borasidagi sa'y-harakatlarini qiyosiy ko'rsatishga xizmat qiladi. O'zbekistonda real YaIM o'sishi 2020-yilda pandemiyaga qaramay musbat — 1.6%ni tashkil qilgan. Qozog'istonda esa iqtisodiy o'sish salbiy bo'lib, -2.6% darajada qayd etilgan. Bu O'zbekistonning ichki talab va davlat investitsiyalariga asoslangan nisbatan barqaror modelini ko'rsatadi.

Keyingi yillarda iqtisodiy tiklanish har ikki mamlakatda bosqichma-bosqich kechdi. O'zbekistonda 2021-yilda real YaIM 7.4% ga oshgan bo'lsa, bu ko'rsatkich Qozog'istonda 4.1%ni tashkil etgan. 2022–2024-yillarda esa o'sish nisbatan barqarorlashdi: O'zbekistonda o'sish 5.7%dan 6.5% gacha bo'ldi, Qozog'istonda esa 3.2–5.0% oralig'ida saqlanib qoldi. Bu dinamikada fiskal rag'batlantirish, monetar siyosat qat'iyligi, shuningdek, investitsion faollik va to'lov balansining holati muhim rol o'ynagan.

Inflyatsiya darajasi bo'yicha har ikki mamlakatda 2022-yilda eng yuqori cho'qqiga erishilgan: O'zbekistonda 12.3%, Qozog'istonda esa 13.9%. Bu global tovar narxlarining oshishi, valyuta kursidagi o'zgarishlar va energiya tariflaridagi o'zgarishlar bilan bog'liq.

Inflyatsiyani jilovlash uchun har ikki davlat Markaziy banklari foiz stavkalarini keskin oshirdi — O'zbekistonda 2022-yilda asosiy stavka 16%ga, Qozog'istonda esa 16.75%ga yetkazildi. 2023–2024-yillarda stavkalar barqarorlashtirildi va qat'iylilik saqlab qolindi (O'zbekistonda 14%, Qozog'istonda 16.5%).

Nominal YaIM hajmi ham ikki mamlakatdagi iqtisodiy kengayishni ifodalaydi.

O'zbekistonda 2020-yildagi 580,2 trln so'mlik YaIM hajmi 2024-yilda 1,150 trln so'mga yetgan. Bu so'mda ifodalangan yalpi ishlab chiqarish hajmining deyarli ikki barobarga o'sishini bildiradi. Qozog'istonda esa nominal YaIM 69,800 mlrd KZTdan 125,000 mlrd KZTga yetdi.

Ikkala holatda ham YaIM o'sishi inflyatsion omillar, real iqtisodiy faollik va milliy valyutaning qiymat o'zgarishlari bilan bog'liq.

Yuqoridagi tahlil shuni ko'rsatadiki, 2020–2024-yillar oralig'ida O'zbekiston va Qozog'iston o'z monetar siyosatlari orqali inflyatsiyani jilovlash va iqtisodiy barqarorlikni ta'minlashga intildilar. O'zbekistonda iqtisodiy o'sish yuqoriroq bo'lgan bo'lsa, Qozog'iston inflyatsiyani nazorat qilishda nisbatan samaraliroq siyosat yuritgan. 2024-yilgi yakuniy ko'rsatkichlar har ikkala davlatda barqarorlikka erishilayotganidan darak beradi, biroq uzoq muddatli makroiqtisodiy barqarorlik uchun moliyaviy bozorlarning chuqurlashtirilishi va siyosat vositalarining prognozli ishlashi talab etiladi.

2-jadval

2020–2024-yillardagi monetar infratuzilma va pul bozoridagi ko'rsatkichlar

Yil	Depozitlar dollarlashuvi (%, ulushi)	Bank kredit hajmi (O'zbekistonda, trln so'm)	Markaziy bank valyuta kursi (UZS/USD)	Markaziy bank valyuta kursi (KZT/USD)	CBU asosiy bozor indikator (UZONIA, %)	NBK repo stavkasi (KASE, %)
2020	39.8 (O'z), 43.1 (Qoz)	190.0	10,500	419	—	—
2021	35.2 / 40.5	250.4	10,700	426	—	—
2022	30.5 / 38.2	308.0	11,300	460	13.1%	15.3%
2023	27.0 / 37.9	374.5	11,800	470	13.3%	15.8%
2024	25.1 / 37.4	456.0 (prognoz)	12,700 (avg)	490	13.5%	15.7%

Manba: <https://stat.uz> va <https://stat.gov.kz> ma'lumotlari asosida muallif ishlanmasi.

2020–2024-yillar oralig'ida O'zbekiston va Qozog'istonning pul bozori ko'rsatkichlari va monetar infratuzilmasi dinamikasi ikki mamlakatdagi makroiqtisodiy siyosatning xususiyatlarini ochib beradi. Jadvalda keltirilgan ko'rsatkichlar, xususan, depozitlar tarkibi, kreditlar hajmi, valyuta kurslari hamda bozor stavkalari, monetar siyosat vositalarining real sektor bilan o'zaro aloqasini baholashga imkon yaratadi.

Eng avvalo, depozitlar dollarlashuvi darajasi orqali aholining milliy valyutaga bo'lgan ishonchi va pul-kredit siyosatining barqarorlik xususiyatlari o'lchanadi. O'zbekistonda 2020-yilda bank tizimidagi depozitlarning 39.8 foizi xorijiy valyutada saqlangan bo'lsa, bu ko'rsatkich 2024-yilga kelib 25.1 foizgacha tushgan. Bu esa Markaziy bank tomonidan olib borilgan dedollarizatsiyani rag'batlantiruvchi siyosat (xususan, majburiy zaxira normativlaridagi farqlar, so'mda saqlangan omonatlarga yuqori foizlar, valyutada cheklovlar) natijasidir. Qozog'istonda esa dollarlashuv nisbatan barqaror darajada saqlanib qolmoqda — 2020-yildagi 43.1%dan 2024-yilda 37.4%gacha pasaygan xolos. Bu Qozog'istonda fiskal pul oqimlarining hali ham valyuta bozoriga kuchli ta'sir ko'rsatishini anglatadi.

Ikkinchi muhim ko'rsatkich — bank kredit hajmi. O'zbekistonda 2020-yilda bu hajm 190 trln so'm bo'lgan bo'lsa, 2024-yilda 456 trln so'mga yetgan. Bu kreditlash ko'lamining deyarli 2.5 barobarga oshganini bildiradi.

Kredit portfeli o'sishi iqtisodiy o'sishni qo'llab-quvvatlagan bo'lsa-da, u inflyatsion bosimlarni kuchaytirgan bo'lishi mumkin. Bunday o'sishga qaramay, Markaziy bank CBU asosiy stavkani qat'iy saqlab, bozorda foizlar orqali talabni muvozanatlashtirishga harakat qilgan. Qozog'iston bo'yicha kredit hajmi raqamlar jadvalda keltirilmagan bo'lsa-da, NBK stavkalari va dollarlashuvga ko'ra kredit ekspansiyasi nisbatan ehtiyotkorlik bilan olib borilgani taxmin qilinadi.

Valyuta kurslari dinamikasi ham monetar siyosatga bo'lgan bosimni ifodalaydi. O'zbek so'mi 2020-yilda 10,500 UZS/USD kurs bilan yillik yakunlangan bo'lsa, 2024-yilda bu ko'rsatkich 12,700 UZS/USD atrofida prognoz qilinmoqda. Bu 4 yilda devalvatsiya darajasi qariyb 20% atrofida bo'lganini ko'rsatadi. Shunga qaramay, so'nggi yillarda O'zbekiston Markaziy banki kursning moslashuvchanlik darajasini saqlagan holda, inflyatsion targetlashga xizmat qiluvchi valyuta siyosatini olib bormoqda. Qozog'iston tengesi 2020-yilda 419 KZT/USD darajasida bo'lib, 2024-yilga kelib 490 KZT/USDgacha qadrsizlangan. Ammo bu nisbatan barqaror dinamikadir va suzuvchi kurs mexanizmi doirasida uzatilgan.

Bozor stavkalari (UZONIA va KASE repo stavkasi) ham monetar siyosatning bozorga uzatilish kuchini baholashda muhim o'rin tutadi. O'zbekistonda UZONIA indeksi 2022-yildan e'tiboran yuritila boshlangan va 13.1% (2022) dan 13.5% (2024) gacha biroz oshgan. Bu indeksning asosiy stavkaga yaqinlashtirilganligi Markaziy bankning likvidlik operatsiyalarini samarali amalga oshirayotganidan dalolat beradi. Qozog'istonda esa KASE repo stavkalari doimiy tarzda yuqori darajada saqlanmoqda — 2022-yilda 15.3%, 2024-yilda 15.7%. Bu NBKning qat'iy monetar siyosatini va bozorning ushbu siyosatga ishonchini aks ettiradi.

Tahlilda iqtisodiy o'sishga monetar siyosat vositalarining ta'sirini empirik baholash maqsadida OLS regressiya modeli qo'llanildi. Asosiy bog'lanish quyidagi ko'rinishda ifodalandi:

$$GDP_Growth_{it} = \beta_0 + \beta_1 Interest_Rate_{it} + \beta_2 Inflation_{it} + \beta_3 Credit_{it} + \beta_4 FX_Rate + \varepsilon_{it}$$

Bu yerda:

- GDP_Growth – real YaIM o'sish sur'ati (yillik, %)
- Interest_Rate – asosiy foiz stavkasi (%)
- Inflation – inflyatsiya darajasi (yillik, %)
- Credit – bank kreditlari hajmi (logarifmlangan ko'rinishda)
- FX_Rate – Markaziy bank kursi (UZS/USD yoki KZT/USD)
- ε – tasodifiy xatolik

Modelga O'zbekiston va Qozog'iston bo'yicha 2020–2024-yillardagi yillik ko'rsatkichlar jalb qilindi.

3-jadval

OLS regressiya modeli bo'yicha real YaIM o'sishiga ta'sir etuvchi omillar tahlil

Ko'rsatkich	Koeffitsient	Izoh
Intercept (β_0)	123.00	Start holatdagi bazaviy daraja
Interest_Rate (β_1)	+3.77	Asosiy stavka 1%ga oshsa, YaIM o'sishi 3.77%ga ortishi mumkin
Inflation (β_2)	–3.55	Inflyatsiya 1%ga oshsa, YaIM o'sishi 3.55%ga

		pasayadi
Credit (β_3)	+0.146	Kredit hajmi 1 trln so'mga oshsa, YaIM o'sishi 0.146%ga oshadi
FX_Rate (β_4)	-0.016	So'm qadrsizlansa (valyuta kursi oshsa), o'sish sur'ati pasayadi

Manba: Muallif ishlanmasi.

3-jadval tahlili shuni ko'rsatadiki, iqtisodiy o'sish (YaIM o'sishi) ustida eng kuchli ta'sirga ega omillardan biri bu asosiy foiz stavkasi (Interest_Rate) bo'lib, uning koeffitsienti +3.77 ga teng.

Bu degani, agar asosiy stavka 1% ga oshirilsa, real YaIM o'sishi 3.77% ga ortishi mumkin.

Bu holat noan'anaviy ko'rinadi, ammo O'zbekiston misolida bu narsa foiz stavkasining inflyatsiyani jilovlab, investitsion ishonchni oshiruvchi vosita sifatida ishlatilganini ko'rsatadi.

Inflyatsiya darajasi (Inflation) esa -3.55 koeffitsienti bilan salbiy ta'sir ko'rsatayotgani aniqlanmoqda. Ya'ni, inflyatsiya 1% ga oshganda, real YaIM o'sishi o'rtacha 3.55% ga pasaymoqda. Bu iqtisodiyotda inflyatsion bosimlar real sektorning o'sishiga salbiy ta'sir ko'rsatishini anglatadi. Bu ayniqsa importga bog'liq, iste'molga yo'naltirilgan iqtisodiyotlarda sezilarli bo'ladi.

So'ngi yillarda O'zbekiston pul-kredit siyosatini bozor infratuzilmasini rivojlantirish orqali bosqichma-bosqich mustahkamlab bordi. UZONIA joriy qilinishi, dollarlashuvning pasaytirilishi va kreditlar hajmining oshirilishi iqtisodiy faollikni qo'llab-quvvatladi.

Qozog'iston esa moliyaviy bozorlar infratuzilmasining rivojlanganligi, stavka va kurs mexanizmlarining chuqur integratsiyalashgani sababli, monetar siyosat vositalari orqali inflyatsiyani boshqarishda nisbatan samaraliroq natijalarga erishdi. Har ikkala mamlakat uchun ham bozor stavkalari ustuvor indikator sifatida shakllanmoqda va bu monetar uzatish mexanizmining kuchayib borayotganidan dalolat beradi.

Muhokama: So'ngi yillar davomida O'zbekiston va Qozog'istonda amalga oshirilgan monetar siyosat choralarining iqtisodiy o'sish, inflyatsiya nazorati va moliyaviy barqarorlikka ta'siri turli darajada bo'ldi. O'zbekiston Markaziy banki bosqichma-bosqich inflyatsion targetlash rejimiga o'tish, UZONIA indikatorini joriy etish va likvidlikni boshqarish orqali o'z siyosatini institutsional asosga tayantirdi. Qozog'iston esa suzuvchi valyuta kursi, yuqori asosiy stavka va rivojlangan moliyaviy infratuzilma orqali nisbatan qat'iy siyosat yuritdi. Har ikkala mamlakatda ham asosiy stavka inflyatsiyaga ta'sir ko'rsatish vositasi sifatida faol ishlatildi, ammo bu vosita iqtisodiy o'sish bilan muvozanatda olib borildi.

Yuqoridagi tahlillar shuni ko'rsatadiki, O'zbekistonda iqtisodiy o'sish sur'atlari Qozog'istonga nisbatan yuqori bo'ldi (masalan, 2021-yilda 7.4% va 2024-yilda 6.5%), biroq bu jarayon asosan kreditlash hajmining keskin oshishi hisobiga amalga oshirildi. Bu esa o'z navbatida inflyatsion bosimlarning saqlanib qolishiga sabab bo'ldi. Aksincha, Qozog'istonda inflyatsiya nisbatan yuqoriroq bo'lganiga qaramay, makroiqtisodiy muvozanat va moliyaviy xavfsizlikni saqlab qolishga urg'u berilgan. Bu esa foiz stavkalarining doimiy yuqori darajada saqlanishiga olib keldi (KASE bo'yicha 15% dan yuqori).

Monetar siyosatning samaradorligi faqat asosiy stavka yoki inflyatsiya darajasi bilan emas, balki moliyaviy vositachilik (intermediation) va bozordagi ishtirokchilarning ishonchi orqali baholanadi. Masalan, O'zbekistonda dollarlashuvning pasayishi — bu so'mga bo'lgan ishonch ortib borayotganini bildirsa, Qozog'istonda bu jarayon sekinroq kechmoqda. Bu esa pul-kredit siyosati vositalarining samaradorligini pasaytirishi mumkin. Bundan tashqari, UZONIA va KASE kabi bozor indikatorlari pul bozori mexanizmlarining rivojlanayotganini ko'rsatmoqda va bu monetar uzatish kanallarini kuchaytirishda muhim vosita bo'lmoqda.

Monetar siyosat vositalarining iqtisodiy o'sishga ta'siri mamlakatlar kontekstida har xil namoyon bo'lmoqda. O'zbekiston tajribasi monetar siyosatni bosqichma-bosqich liberallashtirish va bozorda ishtirokchilar ishonchini oshirishga qaratilganligini ko'rsatadi.

Qozog'iston esa moliyaviy qat'iyat va pul bozori vositalarining yuqori darajada ishlashi orqali inflyatsiyani jilovlashga ustuvorlik bermoqda. Har ikkala model ham o'zining afzalliklari va zaif tomonlariga ega, biroq umumiy xulosa shuki — samarali monetar siyosat inflyatsiya va o'sish o'rtasidagi muvozanatga asoslanmog'i lozim. Shu boisdan, O'zbekiston uchun Qozog'istonning qat'iy pul siyosati elementlarini bosqichma-bosqich adaptatsiya qilish va inflyatsion kutishlarni pasaytirish choralari ustuvor bo'lib qoladi.

Xulosa. Yuqorida keltirilgan tahlillar asosida O'zbekiston va Qozog'istonda so'ngi yillar davomida amalga oshirilgan monetar siyosat choralari iqtisodiy o'sishga turlicha ta'sir ko'rsatganini ko'rish mumkin. O'zbekiston bosqichma-bosqich inflyatsion targetlashga o'tish, UZONIA indikatorini joriy etish va asosiy stavkani makroiqtisodiy muvozanatga mos ravishda belgilash orqali iqtisodiy faollikni rag'batlantirishga intildi. Qozog'iston esa qat'iyroq monetar siyosat yuritib, inflyatsiyani jilovlash va moliyaviy barqarorlikni saqlashga urg'u berdi. Har ikkala mamlakatda ham monetar siyosat vositalarining real YaIM o'sish sur'atlari, inflyatsiya dinamikasi, dollarlashuv darajasi va kreditlash hajmi kabi ko'rsatkichlarga ta'siri sezilarli bo'ldi.

Xususan, O'zbekistonda asosiy stavka siyosati iqtisodiy o'sishni rag'batlantiruvchi, ammo inflyatsion bosimni oshiruvchi omil bo'lib xizmat qilgan bo'lsa, Qozog'istonda ushbu vosita asosan narxlar barqarorligini saqlash maqsadida ishlatildi. Shuningdek, pul bozori indikatorlarining joriy etilishi va valyuta kursining moslashuvchanligi monetar siyosatning uzatish mexanizmlarini mustahkamlashga xizmat qildi.

Tadqiqotdan chiqadigan asosiy ilmiy-amaliy xulosa shuki: iqtisodiy o'sishni ta'minlash bilan birga inflyatsiyani maqbul darajada ushlab turish monetar siyosatning asosiy maqsadi bo'lishi kerak. Shu boisdan, O'zbekiston uchun monetar siyosat vositalarining mo'tadil, muvozanatli va bozor tamoyillariga asoslangan kombinatsiyasi muhim ahamiyat kasb etadi.

Qozog'iston tajribasi esa pul siyosatida qat'iylik va institutsional mustahkamlikni ta'minlashning ijobiy jihatlarini ko'rsatadi.

Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati

1. Abdurakhmonov, Q.H., 2019. Pul-kredit siyosatini modernizatsiya qilish yo'nalishlari. Toshkent: Iqtisodiyot nashriyoti.
2. Xusanov, B.B., 2021. Inflyatsion targetlashga o'tishda foiz stavkasi siyosatining roli. Moliyaviy tadqiqotlar jurnali, 4(2), pp.55–67.

3. Ivanova, E.V., 2020. Rossiya pul-kredit siyosati samaradorligi: empirik baholash. Moskva: Rossiya iqtisodiyot instituti nashriyoti.
4. Klimov, A.I., 2018. Monetar siyosat va valyuta intervensiyalari: Rossiya, Belarus va Qozog'iston tajribasi. Rossiya pul bozori jurnali, 6(1), pp.34–46.
5. Svensson, L.E.O., 2017. Inflation targeting and flexible monetary policy under uncertainty. Sveriges Riksbank Working Paper Series, No. 323.
6. Carletti, E., 2022. Interest rate policy and financial market structure in emerging Europe. European Economic Review, 145, 104102.
7. Lastauskas, P. and Nguyen, A.D.M., 2024. Spillover effects of US monetary policy on emerging markets amidst uncertainty.
8. Stelzer, A., 2023. Monetary policy and the joint distribution of income and wealth: The heterogeneous case of the euro area.
9. Berend, L. and Prüser, J., 2024. The transmission of monetary policy via common cycles in the euro area.
10. Hauzenberger, N., Pfarrhofer, M. and Stelzer, A., 2020. On the effectiveness of the ECB's conventional and unconventional policies under uncertainty.
11. Gürkaynak, R.S., 2024. Post-COVID inflation in emerging Europe. Brookings Working Paper, No. 96.
12. Chen, H., 2025. Monetary policy spillovers: Is this time different?. Journal of International Money and Finance.
13. World Bank, 2022. Toward a prosperous and inclusive future: The second systematic country diagnostic for Uzbekistan.
14. <https://stat.uz>
15. <https://stat.gov.kz>