

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки
Статистика ва тадқиқотлар департаменти

Ж. Мамасалаев, А. Тошназаров, М. Зиядуллаева

**Молиявий воситачиликнинг иқтисодий
ўсишга таъсир этиш механизми
ва самарадорлиги таҳлили**

Молиявий воситачиликнинг иқтисодий ўсишга таъсир этиш механизми ва самарадорлиги таҳлили

Молиявий секторнинг иқтисодий ўсишдаги ўрни кўплаб иқтисодчилар ва тадқиқот институтлари, шу жумладан марказий банклар томонидан кўп йиллар давомида ўрганиб келинишига қарамасдан, бугунги кунга қадар айрим баҳсли хулосалар чиқарилган. Хусусан, Schumpeter (1912) илк бор молиявий воситачилар томонидан кўрсатиладиган хизматлар иқтисодий ўсиш ва технологик инновацияларнинг ривожланишига ижобий таъсир кўрсатади деган фикрни илгари сурган.

Айрим тадқиқотчилар Шумпетернинг ғоясини қўллаб-қувватласада, бошқалари **молиявий секторнинг ривожланиши шунчаки иқтисодий ўсишга эргашади** ёки молиявий ва иқтисодий ривожланиш ўртасидаги боғлиқликлар **"ҳаддан ташқари бўрттирилган"** деб таъкидлашади (Lucas, 1988).

Шунингдек, молиявий секторнинг ривожланиши ва иқтисодий ўсиш ўртасидаги боғлиқликда **чегаравий таъсир борлиги** бўйича ҳам бир қанча қарашлар мавжуд. Бунда, молиявий тизим ёки банк секторининг кенгайиши **маълум нуқтага етгунча** иқтисодий ўсишга ижобий таъсир кўрсатиб, **чегаравий даражадан ортган шароитда эса**, икки ўзгарувчи ўртасидаги боғлиқлик даражаси сусайиши мумкин.

Айрим мавжуд ўрганиш натижалари банк кредитлари ва иқтисодий ўсиш ўртасидаги боғлиқлик мамлакатларнинг даромад даражаларига қараб фарқ қилишини кўрсатади.

Хусусан, Levine ва бошқ. (2000), Rioja ва Valev (2004в), Shen ва Lee (2006) ҳамда Huang ва Lin (2009)нинг таҳлилларида, молиявий сектор ривожланишининг иқтисодий ўсишга **ижобий таъсири** юқори даромадли мамлакатларга қараганда **ўрта даромадли** мамлакатларда **кўпроқ** эканлиги исботланган.

Бунда, **юқори даромадли** давлатларда молиявий воситачиликнинг иқтисодий ўсишга таъсири нисбатан заифлиги ва айрим ҳолатларда салбий шаклланиши мазкур иқтисодиётларда банк кредитлари ва бошқа муқобил молиялаштириш маблағларининг самарадорлиги юқори ва нисбатан кўпроқ қўшилган қиймат яратувчи тармоқлардан кўра **нисбатан спекулятив характерга эга фаолият турларига** йўналтирилиши билан боғлиқ бўлиши мумкин.

Кредитларнинг спекулятив характерга эга фаолият турларига йўналтирилиши **активлар бозорида пуфакчаларни яратиш орқали бозор мувозанатининг бузилишига олиб келади**. Бундай ҳолат эса

иқтисодий қисқариш шароитида молиявий инқироз билан боғлиқ хатарларни кучайтиради.

Шунингдек, иқтисодиётда ҳаддан зиёд молиявий маблағларнинг мавжудлиги ва рақобатнинг юқорилиги шароитида, кўплаб молиявий воситачилар, шу жумладан банкларнинг юқори таваккалчиликка мойиллиги ошади. Бироқ, бундай ёндашув қисқа муддатли рентабелликни таъминласада, молиявий барқарорлик билан боғлиқ потенциал хавфларни юзага чиқаради.

Қолаверса, молиявий воситачиликнинг кенгайиши юқори даромадли мамлакатларда аҳоли қатламлари ўртасида **даромадлар тенгсизлигини янада кучайтириши мумкин**. Даромад тенгсизлигининг иқтисодий ўсишга салбий таъсири нафақат ижтимоий ҳимояга йўналтириладиган харажатларнинг ошиши, балки ижтимоий барқарорликни бузилиши билан ҳам изоҳланади.

Паст даромадли мамлакатларда молиявий инфратузилманинг ривожланмаганлиги ва меъёрий-ҳуқуқий базанинг етарлича шаклланмаганлиги натижасида ресурсларнинг самарасиз тақсимланиши, коррупция даражасининг нисбатан юқорилиги ҳамда кредит мониторингини сифатли йўлга қўйилмаганлиги молиявий воситачилик кенгайишининг иқтисодий ўсишга ижобий таъсирини йўққа чиқаради ва ҳатто салбий характерга эга бўлиши мумкин.

Бундан ташқари, мазкур давлатлар меҳнат бозорида керакли салоҳият ва малакага эга кадрларнинг нисбатан етарли даражада эмаслиги, яъни меҳнат унумдорлигининг пастлиги ҳам молиявий маблағларнинг иқтисодий ўсишни таъминлашдаги кутилмаларини ижобий шаклланмаслигига сабаб бўлади.

Ўрта даромадли мамлакатларда нисбатан ривожланган молиявий инфратузилма ва самарали бошқарув фонидида молиявий воситачилар (банклар)нинг жамғармаларни қайта тақсимлашда асосан реал сектордаги самарадорлиги юқори инвестицион лойиҳаларга йўналтирилиши билан бир қаторда, йирик инфратузилма лойиҳаларини, жумладан транспорт, энергетика ва алоқа тармоқларини молиялаштириши иқтисодий ўсиш учун пойдевор бўлиб хизмат қилади.

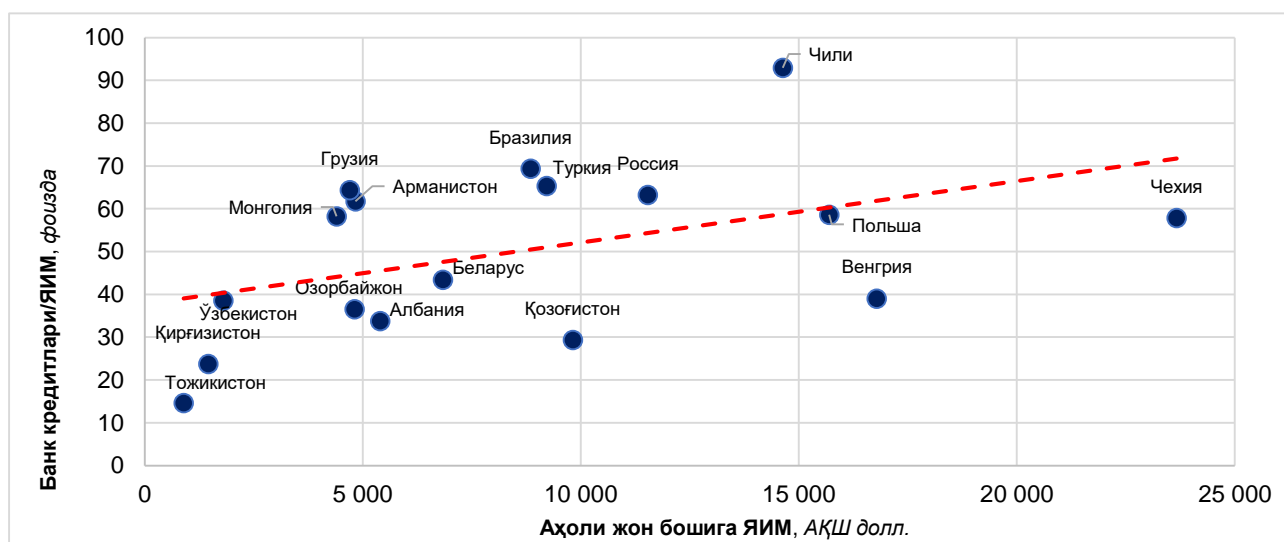
Шунингдек, мазкур мамлакатларда ошаётган молиявий инклюзивлик ва кредит олиш имкониятининг яхшиланиши аҳолининг иқтисодий фаоллигини оширишга кенгроқ имконият яратади ва **ИНКЛЮЗИВ ИҚТИСОДИЙ ЎСИШ** траекториясига ҳисса қўшади.

Юқоридаги мулоҳазалардан келиб чиқиб айтиш мумкинки, молиявий сиёсатни ҳар бир мамлакатнинг ўзига хос эҳтиёжлари ва

ривожланиш босқичларига мослаштириш муҳим аҳамият касб этади. Паст даромадли мамлакатлар мустаҳкам ва инклюзив молиявий инфратузилмани яратишга устувор аҳамият беришлари керак бўлса, ўрта даромадли мамлакатлар ўзларининг ривожланаётган молиявий секторларининг ижобий таъсирини оптималлаштиришга эътибор қаратишлари зарурлигини айтиш мумкин.

Шу билан бирга, юқори даромадли мамлакатлар активлар бозоридаги потенциал бузилишларни бартараф этишлари ва иқтисодий ўсишни таъминлаш учун мувозанатли ёндашувни таъминлашлари кераклиги таъкидланган.

1-чизма: Ўрта даромадли¹ мамлакатларда банк кредитлари ва аҳоли жон бошига ЯИМ ўртасидаги чизиқли боғлиқлик



Манба: Халқаро валюта жамғармаси ва Жаҳон банкининг 2019 йил учун маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари

Бундан ташқари, Aghion ва бошқаларнинг (2005) фикрича, молиявий ривожланиш маълум чегарага етганда, барча мамлакатлар иқтисодий ўсишнинг барқарор ўзгармас даражасига (steady-state level) эришади, ва бундай мамлакатларда молиявий ривожланишнинг ЯИМга ижобий таъсири аста-секин йўқолиб боради.

Шунга ўхшаш хулосалар Arcand ва бошқ. (2012) ва Cecchetti ва Kharroubi (2012) томонидан ҳам чиқарилган бўлиб, улар бази мамлакатларда ҳақиқатан ҳам **"ҳаддан ташқари кўп"** молиявий маблағлар бўлиши мумкинлигини, яъни кўплаб ривожланган мамлакатларда молия секторнинг иқтисодий ўсишга ижобий таъсири йўқолганлиги ва ҳатто, иқтисодий ўсишдаги кузатилаётган пасайиш

¹ Тожикистон, Чили, Польша, Венгрия ва Чехия мамлакатлари бундан мустасно

томонидан пруденциал чораларнинг ўз вақтида ва етарли даражада қўлланилмаганлиги ҳамда молиявий ислохотларнинг изчил ва сифатли тартибда амалга оширилмаганлиги билан изоҳлаган.

Молиявий воситачиликнинг иқтисодий ўсишга таъсир этиш каналлари

Амалиётда молия секторида юзага келадиган шокларнинг реал иқтисодиётда акс этиши қарз олувчи ва банкларнинг актив ва мажбуриятларига боғлиқ бўлган қуйидаги **учта трансмиссион канал** орқали намоён бўлади (BIS, 2011):

(I) қарз олувчиларнинг баланси канали;

(II) банк баланси канали;

(III) ликвидлик канали.

Дастлабки иккала баланс канали ҳам капитал бозоридаги ишқаланишлар (inertia), хусусан, бозордаги ахборотнинг носимметриклиги, шартнома шартларининг бажарилишидаги муаммолар ва банк капиталига нисбатан тартибга солувчи талаблардаги жиддий ўзгаришлар натижасида пайдо бўлиши мумкин. Учинчи трансмиссион канал, ликвидлик канали эса сўнгги молиявий инқироздан сўнг янада долзарблашди.

(I). Қарз олувчиларнинг баланси канали.

Қарз олувчи баланси канали – бу ҳам корхоналар, ҳам уй-хўжаликлари учун амал қилиб, кредиторларнинг қарз олувчиларнинг тўлов қобилияти билан боғлиқ рискларни тўлиқ баҳолай олмасликлари, уларнинг инвестицияларини тўлиқ назорат қилишнинг имкони йўқлиги ёки тўлиқ мажбуриятларни бажара олмаслигидан келиб чиқади. Ушбу трансмиссион каналнинг ишлашида асосан **икки хил таъсир механизми** мавжуд. Хусусан:

- активларнинг иқтисодиётда товар ва хизматлар ишлаб чиқаришда фойдаланилиши ва кредит таъминоти сифатида қўлланилиши каби хусусиятлар муҳим ўрин тутиб, активлар нархининг тушишига сабаб бўлувчи ҳар қандай **молиявий тебранишлар кредит таъминоти бўйича чекловларни ошириш** орқали истеъмол харажатлари ва ишлаб чиқариш ҳажмининг қисқаришига ҳамда активлар нархининг янада тушишига сабаб бўлади;

- қарз олувчиларнинг соф бойлигига таъсир қиладиган ҳар қандай молиявий шок уларнинг молиялаштириш харажатларини ўзгаришига сабаб бўлади. Бу эса ўз навбатида, қарз олувчиларнинг режалаштирган

харажатлари ҳажми ва иқтисодиётда шаклланадиган ялпи талабнинг ўзгаришига олиб келади.

(II). Банк баланси канали

Банк баланси каналига кўра, молия институтлари балансидаги салбий шоклар иқтисодиётда кредитлаш жараёнларининг секинлашивуга сабаб бўлган ҳолда иқтисодий фаолликни пасайтиради. Бунда, таъсирлар асосан иккита ҳолатда юзага келиши мумкин: (i) банкларнинг бундай зарбаларга жавобан кредит беришни тўлиқ изоляция қила олмаслиги ва (ii) қарз олувчиларнинг кредит бўйича банкларга ўта даражада боғлиқ бўлиши.

Бошқа томондан, банк баланси каналини иккита алоҳида компонентга ажратиш мумкин. Биринчи компонент – анъанавий банк кредитлаш канали бўлиб, бунда банклар балансига таъсир қилувчи зарбалар банкларнинг кредит ажратиш имконияти ва унинг харажатларига таъсир қилиши билан бирга, фоиз ставкаларидаги тебранишлар орқали таъсир доираси янада кучаяди.

Иккинчи компонент – бу банк капиталининг канали бўлиб, бунда банк капиталининг қисқариши банклар учун маблағлар қадрининг, ва ўз навбатида, қарз олувчилар учун кредит нархининг ошишига, яъни қимматлашишига сабаб бўлади. Банк капиталининг кредитлашга таъсир қилиши мумкин бўлган яна бир омил капитални тартибга солувчи талаблардан келиб чиқади, чунки бундай талаблар банк активларига ва шу орқали банк кредитига юқори чегара қўяди.

Капитал талаблари банк капиталининг кредитлашга таъсирини янада кучайтириши мумкин. Бунда, иқтисодий қисқариш шароитида банк капиталининг рискка тортилган активларга нисбатининг ёмонлашуви нафақат банкнинг рискка тортилган активлар ҳажмининг ошиши, балки кредит йўқотишларининг банк капиталига таъсири билан ҳам изоҳланиши мумкин.

(III). Ликвидлик канали

Учинчи назарий канал – ликвидлик канали банкларнинг кредит бериш қобилиятини белгиловчи омил сифатида муҳим бўлиб, анъанавий банк кредит каналига ёки қўшимча трансмиссион каналлар орқали реал иқтисодий кўрсаткичларга таъсир қилади.

Бунда асосий механизм шундан иборатки, банк ликвидлигида содир бўладиган шоклар натижасида банклар кўп ҳолларда ўз балансидаги активларни ликвидлаштиришни ёки бошқача қилиб

айтганда, сотишни бошлайди. Бу эса ўз навбатида, активлар бозорида ортиқча таклифни келтириб чиқаради ва активлар нархини пасайтиради.

Активлар нархининг пасайиши эса, бозорда активлар сотувиغا янада кўпроқ босим юклаган ҳолда активларнинг янада қадрсизланишига ва банклар баланс ҳолатининг сезиларли ёмонлашувига олиб келади.

Бундан ташқари, молиявий воситачилар (банклар) бир қатор функцияларни бажарган ҳолда иқтисодий ўсишга таъсир ўтказиши мумкин.

1-ҳавола

Чекланган молиявий маблағларни қайта тақсимлаш: Молиявий воситачилар (банклар) иқтисодиётда мавжуд чекланган маблағларни жамғармалардан қарз олувчиларга инвестицион лойиҳаларни молиялаштириш ёки шунга ўхшаш истиқболли харидлар учун йўналтириш орқали иқтисодий ўсишни рағбатлантиради.

Рискларни диверсификация қилиш: Турли манбалардан маблағларни жалб қилиш орқали рискларни диверсификация қилади. Бу бозор номукамаллигини юмшатиб, инвесторлар учун индивидуал хавфни камайтиради ва иқтисодий фаолият учун янада барқарор муҳитни таъминлайди.

Ахборот самарадорлигини таъминлаш: Воситачилар қарз олувчилар тўғрисидаги маълумотларни таҳлил қилади, кредитлаш бўйича кўпроқ асосли қарорлар қабул қилади. Ушбу ахборот самарадорлиги салбий танлов ва хавф эҳтимолини камайтиради, соғлом кредитлаш муҳитини рағбатлантиради.

Операцияларни осонлаштириш: Молиявий воситачилар тўлов хизматларини тақдим этадилар ва операцияларни осонлаштирадилар, товарлар ва хизматларни алмашиш билан боғлиқ харажатларни камайтирадилар. Транзакциялардаги бундай самарадорлик иқтисодий ўсишга ижобий таъсир кўрсатади.

Технологик инновациялар: Молиявий воситачилар ривожланаётган технологиялар ва бизнесларга сармоя киритиш ва уларни қўллаб-қувватлаш орқали технологик инновацияларни ривожлантириши мумкин. Инновацияларнинг жадаллашиши эса иқтисодиётнинг турли тармоқларига трансформатив ижобий таъсир кўрсатиши мумкин.

Умуман олганда, юқорида санаб ўтилган омиллар таъсир фазасининг сўнгги босқичида асосан иқтисодиётда **капитал қўйилмалари** ва **ялпи омил самарадорлигининг** (Total factor productivity – TFP) ортишига хизмат қилиши билан иқтисодий ўсишга ҳисса қўшади.

Ўзбекистон банк секторида молиявий воситачилик ривожланиши таҳлили

Иқтисодиётда молиявий воситачиликнинг ривожланишини бир қатор монетар кўрсаткичлар ёрдамида кузатиб бориш мумкин. Хусусан, халқаро амалиётда банк тизимидаги **жами кредит қўйилмаларининг ЯИМга нисбати, кенг маънодаги пул массасининг (М2) ЯИМга ёки молиявий хизматларнинг ЯИМга** нисбати иқтисодиётда молиявий воситачилик даражасини ўзида яхши акс эттирувчи муқобил кўрсаткичлар сифатида кенг фойдаланилади.

Ўзбекистон учун мазкур муқобил кўрсаткичлардаги ўзгаришларни таҳлил қиладиган бўлсак, 2017-2020 йилларда кредит қўйилмаларининг ЯИМга нисбати М2 нинг ЯИМга нисбатига тескари равишда тез суръатларда ўсган (3-расм).

Кредит қўйилмалари ҳажмининг ЯИМга нисбатининг бундай суръатларда ўсиши молиявий ва иқтисодий ислохотлар фонидида рўй бериши табиий жараёнлиги кўплаб иқтисодчи ва таҳлилчилар томонидан қайд этилган.

Хусусан, ХВЖ иқтисодчилари, Johnston ва Pazarbmioglu (1999) 40 та ривожланган ва ривожланаётган мамлакатлар бўйича ўрганишларидан олган хулосаларига кўра, **ислохотлар амалга оширилиши босқичида молиявий воситачилик ҳажми кескин ортади ва бунда, кредит қўйилмаларининг ЯИМга нисбати М2нинг ЯИМга нисбатига қараганда ўрта ҳисобда кўпроқ ошиши кузатилади.**

Хусусан, юқорида қайд этилган 40 та мамлакатда ислохотдан олдинги ва кейинги даврлар оралиғидаги кўрсаткичлар солиштирилганда, кредит қўйилмаларининг ЯИМга нисбати мамлакатлар учун ўртача **21 фоиз** бандга, М2нинг ЯИМга нисбати эса **8 фоиз** бандга ошганлиги аниқланган. Шунингдек, М2 ва кредит қўйилмаларининг ЯИМга нисбатлари ўртасидаги тафовут молиявий ислохотлардан олдинги даврда ўрта ҳисобда **16 фоиз**ни ташкил этган бўлса, ислохотдан кейинги даврларда сезиларли қисқариб, **3 фоиз**ни ташкил этган.

Шу ўринда таъкидлаш жоизки, кенг маънодаги пул массаси ва банк кредит қўйилмаларининг ЯИМга нисбатининг бундай шаклланиши иқтисодиётда нисбатан номутаносибликка ишора қилиши мумкин. Хусусан, нисбатнинг бундай сақланиши (*пул таклифи ўсишининг кредит қўйилмалари ва ЯИМнинг кенгайиши билан номувофиқлиги*) кредитлаш томонидан иқтисодиётда инфляция босимининг нисбатан юқорироқ шаклланишини англатиши билан бирга, молиявий нобарқарорлик (*ликвидлик муаммолари*) хавфи ошиши мумкинлигини билдиради.

3-расм: Ўзбекистонда молиявий воситачилик кўрсаткичларининг 2017-2022 йилларда ўзгариши



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

2022 йил якунига кўра, Ўзбекистонда кенг маънодаги пул массасининг ЯИМга нисбати, **21,1** фоизни ташкил қилган бўлиб, бошқа кўплаб ривожланаётган мамлакатлар, шу жумладан **Озарбайжон** (21,6 фоиз), **Қозоғистон** (27,3 фоиз), **Арманистон** (32,0 фоиз), **Молдова** (33,8 фоиз), **Қирғизистон** (33,9 фоиз), **Россия** (53,8 фоиз) ва бошқа ривожланаётган мамлакатлардаги кўрсаткичдан **паст** ҳисобланади.

Шунингдек, республикамиз тижорат банклари томонидан иқтисодиётга ажратилган кредит қўйилмаларининг ЯИМга нисбати 2022 йил якунлари бўйича **43,5** фоизни ташкил этиб, **Россия** (52,6 фоиз) ва **Арманистондаги** (50,0 фоиз) кўрсаткичдан **бироз паст** шаклланган бўлсада, **Тожикистон** (10,6 фоиз), **Озарбайжон** (15,1 фоиз), **Қирғизистон** (21,9 фоиз), **Молдова** (22,2 фоиз) ва **Қозоғистон** (22,4 фоиз) каби давлатлардан **сезиларли даражада юқори** шаклланган.

4-расм: 2010-2022 йилларда Ўзбекистонда жами молиявий хизматлар ҳажмининг ЯИМга нисбати динамикаси, фоизда



Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Бундан ташқари, Ўзбекистон учун жами молиявий хизматлар ҳажмининг ЯИМга нисбатининг ўзгариши таҳлил қилинганда, мазкур нисбат 2016-2022 йиллар орлиғида қарийб **5,1** фоиз бандга ёки **3,9** фоиздан **9,0** фоизгача ўсганлигини айтиб ўтиш мумкин (4-расм).

Шунингдек, қўшилган қиймат бўйича ҳисобланган молиявий хизматлар ҳажмининг ЯИМдаги улуши 2018 йилдаги **2,4** фоиздан 2022 йилга келиб **3,8** фоизга кўтарилган.

Таққослаш учун, Ўзбекистон (3,8 фоиз) учун ҳисобланган мазкур кўрсаткич **Россия** (5,1), **Польша** (4,5) ва **Грузия** (4,1) каби давлатлардан пастроқ бўлган бўлсада, **Қозоғистонга** (3,1) нисбатан бироз юқори кўрсаткични қайд этган.

Молиявий воситачилик самарадорлигини баҳолаш методологияси

Юқорида қайд этиланидек, молиявий воситачиликнинг кенгайиши тартибга солинмаган тизим ва жамғарма маблағларини самарасиз тақсимланиши шароитида инклюзив иқтисодий ўсишга тўсқинлик қилиши мумкин.

Мазкур ҳолат молиявий воситачиликнинг иқтисодий ўсишни таъминлашдаги самарадорлигини баҳолаш ва уни яхшилаш бўйича чоратадбирларни ишлаб чиқиш заруриятини оширади.

Халқаро амалиётда, молиявий воситачилик самарадорлигини баҳолашда икки хил кўрсаткичдан фойдаланилади. Биринчи кўрсаткич, **банк кредитлари ва депозитлари бўйича ўртача тортилган фоиз ставкалари ўртасидаги тафовут** ҳисобланади.

Мазкур кўрсаткичнинг юқори шаклланиши молиявий воситачилик самарадорлигининг пастлигини англатади. Кўрсаткичнинг даражаси банк соҳасидаги самарасизлик, банклар ўртасидаги рақобатнинг пастлиги ва нобарқарор банкларнинг кредит йўқотишларини қоплашга уринишларини ўзида акс эттириши мумкин.

Хусусан, King ва Levine (1993) ва Fry (1995)нинг тадқиқот натижалари шуни кўрсатадики, кредит ва депозит ставкалари ўртасидаги катта фарқ самарасиз молиявий тизимдан далолат бериб, тафовутнинг юқорилиги иқтисодий ўсишга салбий таъсир ўтказади.

Иккинчи муқобил кўрсаткич – **захира пулларининг депозитларга нисбати**. Бунда, захира пуллари **муомаладаги нақд пуллар**, банк тизимидаги **мажбурий** ва **ортиқча захираларни** ўз ичига олади. Бунда, муомаладаги нақд пулларнинг депозитга нисбати банкларнинг омонатларни жалб этишдаги самарадорлигини, ортиқча захира маблағлари банкларнинг маблағлардан фойдаланиш самарадорлигини

ифодаласа, мажбурий захиралар, одатда молиявий депрессия шароитида юқорироқ бўлади.

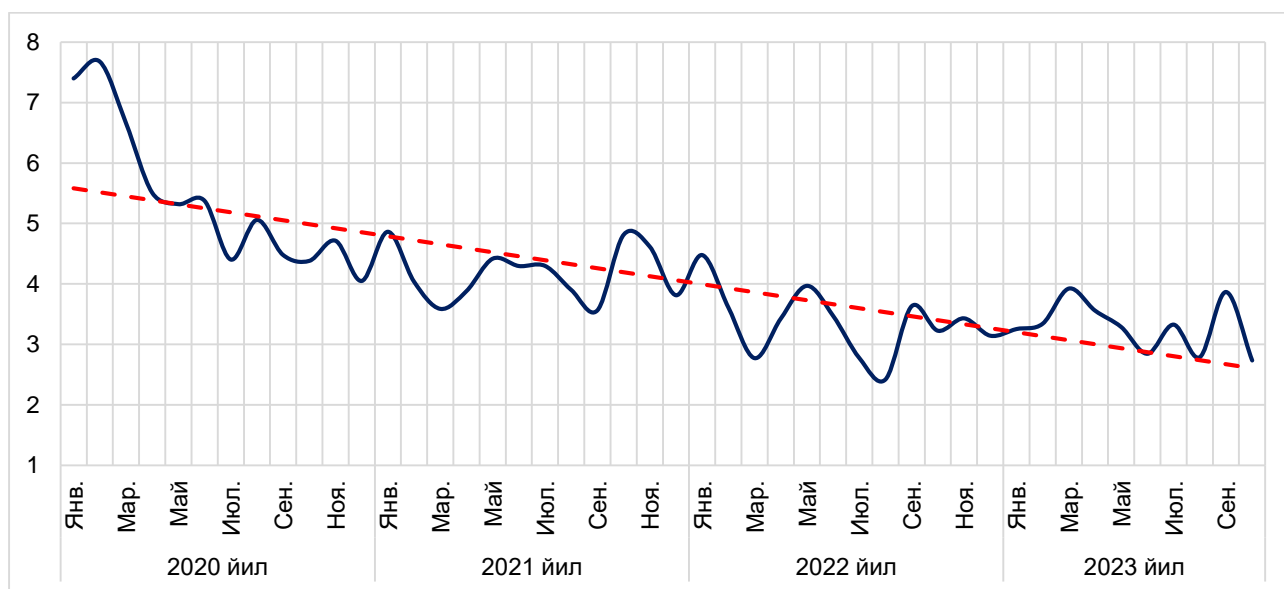
Шундан келиб чиқиб, захира пулларнинг депозитларга нисбатининг юқори шаклланиши молиявий тизимдаги воситачилик самарадорлигини пастлигини кўрсатиб, иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватлашдаги ролини чеклаётганлигини билдиради.

Ўзбекистонда молиявий воситачилик самарадорлиги таҳлили

Сўнгги йилларда Ўзбекистон банк тизимида кредит ва депозит бўйича фоиз ставкалари ўртасидаги фарқ қисқариб бормоқда (5-расм). Хусусан, 2020 йилнинг I чорагида тафовут ўртача **7,3** фоизни қайд этган бўлса, 2023 йилнинг октябрь ойи учун кўрсаткич **2,7** фоизни ташкил этди.

Таъкидлаш жоизки, пандемиянинг Ўзбекистонда авж олиши ва регулятор томонидан кредит фоиз ставкалари бўйича чекловларнинг ўрнатилиши тафовутнинг кескин тебранишига олиб келган. Бунда, кредитлар бўйича ўртача тортилган фоиз ставкасининг 2020 йил бошидаги салкам **26** фоиздан йил якунига қадар **18-19** фоиз оралиғигача тушиб кетганлиги кузатилди.

5-расм: Ўзбекистонда тижорат банклари томонидан миллий валютадаги кредитлар ва депозитлар бўйича ўртача тортилган фоиз ставкалари ўртасидаги тафовут, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

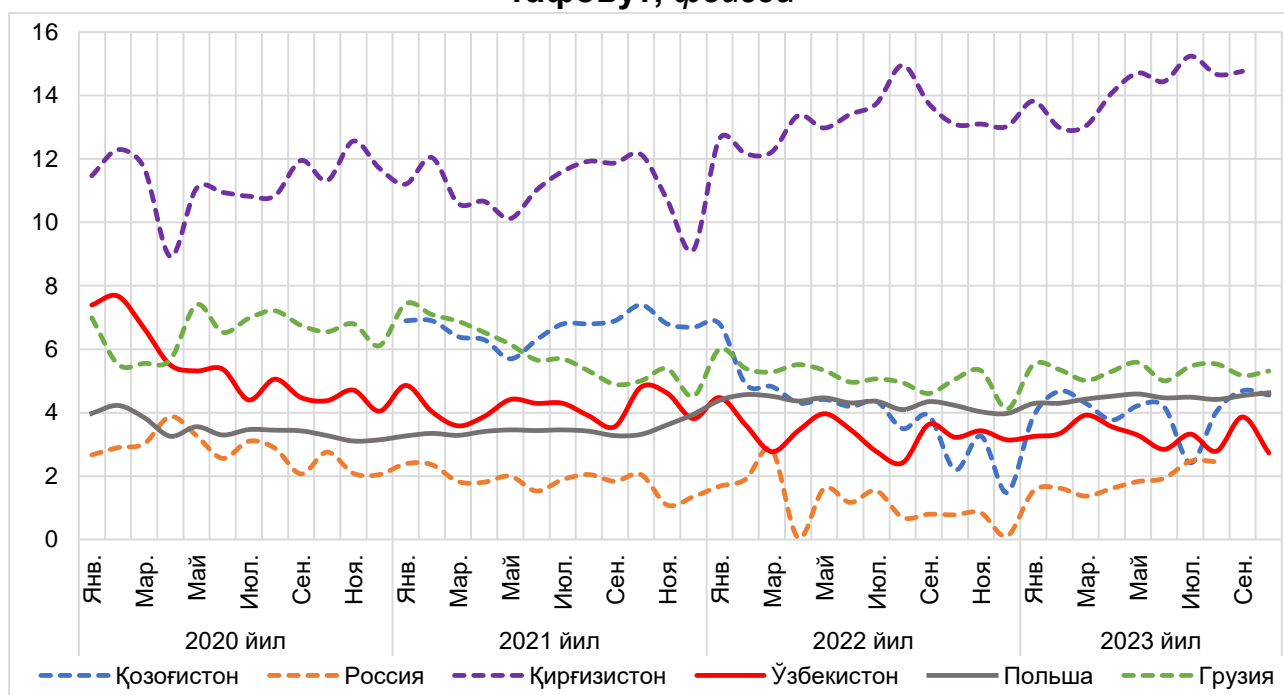
Кейинги даврларда кредитлар бўйича фоиз ставка бирмунча ўсишига қарамасдан тижорат банклари ўртасидаги рақобат муҳитининг янги хорижий банкларнинг бозорга кириб келиши ва нисбатан жозибадор фоизларда омонат турларининг таклиф этилиши фонидида яхшиланиши, тафовутнинг янада қисқаришига олиб келди.

Солиштириш учун, 2020-2022 йилларда Ўзбекистон банк тизими учун ҳисобланган ўртача арифметик тафовут кўрсаткичи (**4,3 фоиз**) **Россия** (1,9) ва **Польшадан** (3,8) юқори шаклланган бўлсада, **Қозоғистон** (5,3 – 2021-2022 йиллар учун), **Грузия** (5,8) ва **Қирғизистон** (11,9) каби мамлакатлардан пастроқ бўлган (6-расм).

Шунингдек, мазкур кўрсаткич 2003-2017 йилларда ривожланаётган давлатлар учун ўртача **7 фоиз** атрофида, ва ривожланаётган Европа ва Марказий Осиё давлатлари учун **6 фоиз** атрофида шаклланган.

Шу ўринда, ХВЖ иқтисодчилари Feyen and Huertas (2020)нинг 140 га яқин мамлакатлар бўйича амалга оширган тадқиқот натижаларига кўра, ривожланаётган давлатларда **кредит фоиз ставкаси ва депозит фоиз ставкаси ўртасидаги тафовутнинг қисқариши** мамлакатнинг молия тизимининг ривожланиши фонида содир бўлади.

6-расм: Ҳамкор давлатларда миллий валютадаги банк кредитлари ва депозитлари бўйича ўртача тортилган фоиз ставкалари ўртасидаги тафовут, фоизда



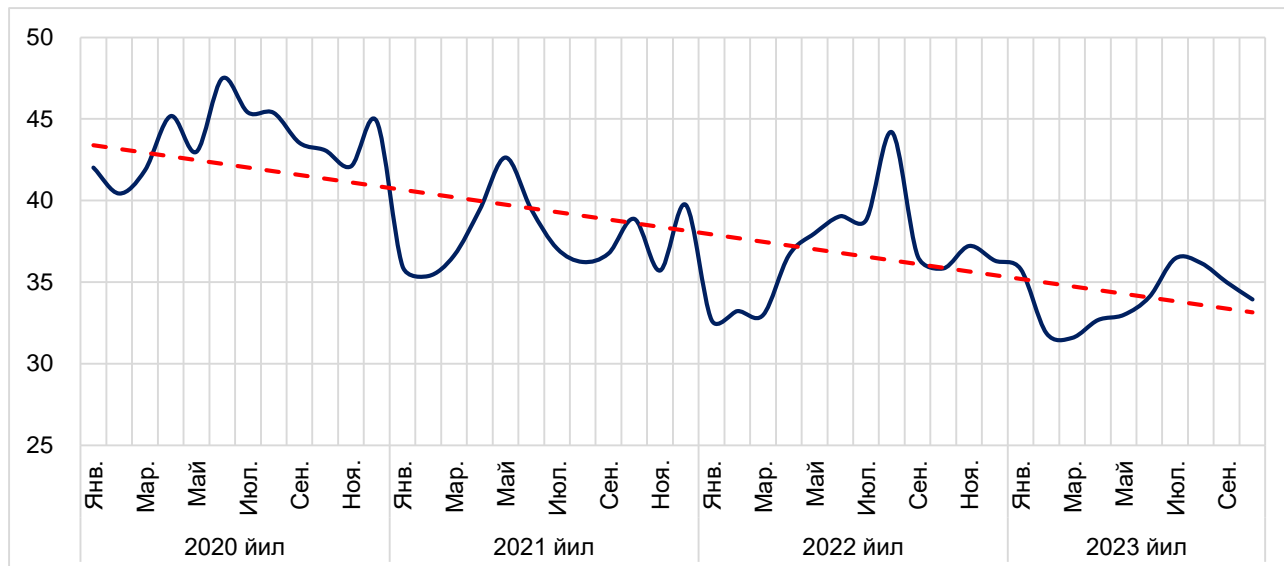
Манба: Мамлакатлар марказий банклари маълумотлари асосида ҳисоб-китоблар.

Шунингдек, мазкур тадқиқот иши доирасида молиявий воситачилик самарадорлигини баҳолашда кенг қўлланиладиган муқобил кўрсаткичлардан яна бири, **банк захира маблағларининг жами депозитлар ҳажмига нисбатининг ўзгариши** таҳлил қилинди.

Ўзбекистонда 2020-2023 йиллар оралиғида мазкур кўрсаткич трендининг ўзгаришига қаралганда, 2020 йил бошидаги **42** фоиздан 2023 йилнинг октябрь ҳолатига келиб қарийб **34** фоизгача ёки **8** фоиз бандга пасайган.

Нисбатнинг бундай пасайиши республикамызда банклар воситачилигидаги самарадорликнинг ошганлигига ишора бўлиб хизмат қилади.

7-расм: Ўзбекистон банк тизимидаги захира маблағларининг жами депозит ҳажмига нисбати, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

1970-1990 йилларда таркибий ва молиявий ислохотларни амалга оширган 40 дан ортиқ ривожланаётган давлатларнинг молиявий кўрсаткичлари таҳлил қилинганда, ислохотлардан олдинги ва кейинги кўрсаткичлар ўртасида сезиларли ўзгаришлар юз берган.

Хусусан, ислохотлардан аввалги ва ислохотлар давом этаётган давр оралиғида, нисбат кўрсаткичи **35** фоиздан **30** фоизгача тушган бўлса, ислохотлар якунлангандан кейинги даврга келиб нисбатнинг **26** фоизгача қисқарганлигини таъкидлаш мумкин.

Ўзбекистонда мазкур нисбатнинг бундай ўзгариши таҳлил этилаётган даврда тижорат банкларининг мавжуд маблағлардан фойдаланиш самарадорлиги ўсганлигини, уларнинг кредит ажратиш имкониятлари ошганлигини ва бу орқали, иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлаганини англатади.

Шуни ҳам қайд этиш жоизки, нисбатнинг тушиши банк секторининг молиявий шокларга бардошлилиги нисбатан камаётганлигини билдиради.

Таққослаш учун, 2023 йилнинг 1 январь ҳолатига Ўзбекистон (**35,8** фоиз) учун ҳисобланган нисбат кўрсаткичи Польша (**22,7**), Қозоғистон (**25,1**), Россия (**32,4**) ва Грузия (**32,6**) каби давлатлардан юқори шаклланган бўлса, Арманистон (**45,2**) ва Озорбайжонга (**57,6**) нисбатан пастроқ шаклланган.

Молиявий ислоҳотлар амалга оширган мамлакатлар тажрибаси

Барқарор иқтисодий ўсишга эришиш аксар ҳолларда молиявий секторда бир қатор ислоҳотларни амалга оширишни талаб қилсада, ислоҳотларнинг нотўғри кетма-кетликда амалга оширилиши ёки регулятор томонидан етарли даражада тартибга солинмаслиги макроиқтисодий дисбалансларга, ҳатто молиявий сектор инқирозига ҳам сабаб бўлиши мумкин.

Ўтган асрнинг 70-80 йилларида Чили, Индонезия ва Филиппин иқтисодиётларида амалга оширилган молиявий ислоҳотлар ва уларнинг салбий оқибатларини мисол тариқасида келтириш мумкин.

2-ҳавола

Чили тажрибаси

Ислоҳотлардан олдинги даврда мамлакатнинг гиперинфляция ва юқори фискал дефицит шароитидаги иқтисодиётнинг молиявий сектори асосини банклар ташкил қилиб, уларнинг қарийб **95 фоизи давлат банклари бўлган**. Ислоҳотларнинг бошланғич босқичида, **давлат банкларини хусусийлаштириш**, шу жумладан уларни чет элдан ҳеч қандай тўсиқларсиз қарз маблағларини жалб қилишига рухсат бериш ва **капитал ҳисобини эркинлаштириш** устувор вазифа қилиб белгиланди.

Ислоҳотларнинг дастлабки уч йиллик даврида инфляция даражаси пасайди, ЯИМ ўсишига эришилди ва реал алмашув курси **30 фоизга** яхшиланди (песо қадрланди), ва тижорат банклар сони **21** тадан **41** тага (*шундан 17 таси хорижий банклар ва 19 таси хусусий банклар*) етди.

Бироқ, молиявий ислоҳотлар бир қатор муаммоларни келтириб чиқарди. Хусусан, **маҳаллий банкларни хусусийлаштиришда мулкчиликни концентрациялаш бўйича чекловлар қўлланилмаганлиги** ва натижада банклар йирик конгломератлар томонидан сотиб олинди, **ўзаро дахлдор шахслар ўртасидаги банк кредитлари бўйича тизимнинг тартибга солинмаганлиги** ва **кредитларни таснифлаш ва захираларни яратиш талабларининг йўқлиги** молиявий тизимни издан чиқишига асосий омил бўлиб хизмат қилди.

Шунингдек, хусусий секторга миллий валютада ажратилган кредитлар ҳажми депозитлар ҳажмига нисбатан тез суръатларда ошди. Кредитлар ҳажмининг бундай ўсиши асосан ўзаро дахлдор шахсларга кредит ажратишда банк назоратининг етарли даражада эмаслиги ва корхона акциялари банк кредити учун гаров сифатида ишлатилганлиги ва бунда, акция ва мулк нархлари спекулятив кўринишга эга бўлганлиги билан боғлиқ бўлди. Кейинчалик бизнес сектори номувофиқ баҳоланган алмашув курси ва юқори молиялаштириш харажатлари натижасида молиявий қийинчиликларга дуч кела бошланганлиги сабабли, корхоналар томонидан банклардан қарз олиш қийинлашди ва фоиз тўловларини капиталлаштириш одатий ҳолга айланди. Бундан ташқари, инқироз даврининг илк йилларида **муаммоли кредитлар улуши 21 фоизга**, тўрт йил ўтиб эса **62 фоизга** етди.

Умуман олганда, Чили молия тизими инқирозига асосан банкларни хусусийлаштиришда **мулкчиликни концентрациялаш бўйича чекловлар қўлланилмаганлиги**, кредит ўсишининг аксар қисми алоқадор субъектларга

ажратилган кредитларга тўғри келганлиги ва банк тизимида пруденциал назоратнинг суствлиги сабаб бўлди.

Маълумот ўрнида, тижорат банклар томонидан ажратилган кредит қўйилмаларининг ЯИМга нисбати молиявий ислохотлардан олдинги даврда (1970-74 йиллар) **15 фоиздан кам бўлган бўлса, инқироз даврида (1982-83 йиллар) 60 фоиздан ошиб кетди. Шу ўринда, молиявий ислохотлар даврида Чили иқтисодиёти ўрта ҳисобда 7,5 фоизга ўсган бўлса, инқироз даврида мамлакат ЯИМ реал рақамларда йиллик ўртача (8,0) фоиздан кисқарди.**

3-ҳавола

Индонезия тажрибаси

1982-1990 йиллар Индонезия иқтисодиёти учун муҳим давр бўлиб, мазкур даврда молиявий эркинлаштириш ислохотлари амалга оширилди. Ислохотлардан олдинги даврда иқтисодиётдаги инвестициялар асосан давлат маблағлари эвазига амалга оширилган бўлса, мазкур маблағларнинг аксар қисми нефть сотувларидан келган тушумлар орқали шаклланган. Давлат банклари тизимнинг 76 фоиз активларини ўз ичига олиб, мазкур банкларда кредит ва депозит фоиз ставкаларининг юқори чегараси қатъий белгиланган эди.

Молия секторидаги ислохотлар 1983 йилда депозитларнинг аксарият тоифалари ва барча кредитлар бўйича фоиз ставкаларининг чегараларини бекор қилиш билан бошланди. 1984 йил февраль ойидан бошлаб эса пул-кредит назоратининг билвосита инструментлари жорий этилди ва дисконт ойнаси сиёсати ислоҳ қилинди. Шунингдек, Индонезия ҳукумати 1983 ва 1986 йилларда валюта курсининг девалвацияси, фискал харажатларни қисқартириш (шу жумладан, давлат инвестициялари), савдо ва саноатни босқичма-босқич тартибга солиш ва молия секторини ислоҳ қилиш билан боғлиқ дастурларни қабул қилди. Ушбу чоратадбирлар иқтисодиётга ялпи ички маҳсулот, хусусий инвестициялар ва нонефт экспорти ўсишини сақлаб қолиш билан бирга, ташқи ва ички сектордаги номутоносибликни сезиларли даражада камайтириш имконини берди.

Шунга қарамай, Индонезия банкининг молиявий секторда кредит таклифини шакллантиришдаги улуши камайиши билан бирга, секторда молиявий институтлар (банклар) сони кўпаймади ва бунинг натижасида, хусусий секторнинг жамғарма маблағлари ҳажми ўзгармаганлигида яққол кўрина бошлади. 1987 йил ўрталарига келиб эса, ташқи сектордаги шароитларнинг ёмонлашуви пул-кредит сиёсатининг валюта курсини ҳимоя қилишга ўтишга мажбур қилди, фоиз ставкалари янада мослашувчан бўлди. Кейинчалик, Индонезия ҳукумати банклар ва нобанк молия институтларининг имкониятларини кенгайтириш билан боғлиқ бир қатор чоратадбирларни амалга оширди: (1) барча маҳаллий тижорат банкларига мамлакат бўйлаб янги филиалларини эркин очишга рухсат бериш; (2) банклардан ташқари молиявий воситачилар ва хорижий банклар учун барча шаҳарларда биттадан филиал очишга рухсат бериш; (3) янги хусусий банклар учун лицензия олиш тартибини соддалаштириш.

Шунингдек, мажбурий захиралар бўйича талаблар юмшатилиб, **15 фоиздан 2 фоизга** туширилди ва банк депозитлари бўйича фоизли даромадларни солиққа тортиш тартиби бекор қилинди. Бундан ташқари, банклараро қарз олиш бўйича чекловлар олиб ташланди ва капитал бозорларининг институционал ва тартибга

солувчи жиҳатларини кенг кўламли ислоҳ қилиш, шу жумладан, банкларни хусусийлаштириш бошланди.

Хулоса қилиб айтганда, юқорида келтирилган ислоҳотларнинг амалга оширилиши Индонезия иқтисодиётида молиявий воситачиликнинг ўсишига хизмат қилди.

4-ҳавола

Филиппин тажрибаси

1980-84-йилларда мамлакатда амалга оширилган молиявий ислоҳотлар асосан турли молиявий институтлар фаолиятининг сегментациясини тақсимлаш, фоиз ставкаларини босқичма-босқич либераллаштириш ва пул-кредит назоратининг билвосита тизимига ўтишга қаратилди.

1981-1983 йилларда молиявий ислоҳотларнинг бевосита натижалари секторда молиявий воситачилар сони ва хусусий секторга кредитлар ҳажмининг кескин ўсишида ўз аксини топди. Реал фоиз ставкаларининг ўсишига қарамасдан, кредитлар ҳажмининг ўсиши секторда депозитлар ҳажмининг ўсиш суръатларидан анча юқори бўлди.

Воситачиларнинг айрим молиявий фирибгарликлари туфайли қимматли қоғозлар бозорига бўлган ишончсизликларнинг пайдо бўлиши катта кўламга эга қарз олувчиларнинг дефолтларига ва бир қатор нобанк молиявий воситачилар ва ҳолдинг компанияларни банкротликка олиб келиши билан бирга, 1984 йилга келиб беқарор сиёсий муҳит ва ташқи сектордаги дисбаланслар тўлов баланси инқирозига ва ҳукуматнинг ташқи қарздорлиги бўйича дефолтига сабаб бўлди.

Инқироз фонида **капиталнинг кенг кўламли чиқиб кетиши** ва **молиявий воситачиликнинг қисқариши** содир бўлди. Хусусан, инқирознинг кейинги уч йилида хусусий секторга ажратилган **кредитлар ҳажми** реал рақамларда **53** фоизгача камайди, ва **муаммоли кредитлар** ҳажмининг жами кредит қўйилмалари ҳажмига нисбати йирик давлат банкларида **30** фоизгача ошди. Молия секторидаги бундай инқироз, ўз ўрнида, реал секторга жиддий салбий таъсир ўтказди. 1984-85 йилларда мамлакатда **ЯИМ** ҳажми реал ҳисобда **7** **фоизга тушди.**

Эмпирик таҳлил натижалари

Мазкур тадқиқот иши доирасида Ўзбекистон учун 1999-2022 йиллар оралиғидаги йиллик маълумотлар асосида банк кредитлари ўзгаришининг иқтисодий ўсишга таъсири эмпирик баҳоланди. Эмпирик баҳолашда Кичик квадратлар усулидан фойдаланилди. Олинган таҳлил натижаларига кўра, кредит қўйилмалари ҳажмининг **10** фоиз бандга ўсиши бошқа омиллар ўзгармаган шароитда ЯИМнинг ўрта ҳисобда **2,3** фоизга ўсишини таъминлаган (1-жадвал).

1-жадвал: Регрессия натижалари

Ўзгарувчилар	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Кредит	0.435*** (0.0324)	0.396*** (0.0242)	0.330*** (0.0241)	0.229*** (0.0196)	0.232*** (0.0179)
Инфляция		-2.441*** (0.456)	-2.920*** (0.577)	-1.143** (0.398)	-1.293*** (0.369)
Хорижий инвестициялар			0.0978** (0.0355)	0.0291 (0.0207)	0.0380* (0.0194)
Ялпи капитал жамғарма				0.281*** (0.0431)	0.253*** (0.0419)
Инсон капитали					0.00767* (0.00396)
Константа	4.934*** (0.268)	7.998*** (0.604)	7.098*** (0.971)	0.829 (1.078)	0.748 (0.980)
Кузатувлар сони	24	23	18	18	18
R-кв.	0.891	0.950	0.977	0.995	0.996

Шунингдек, тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар, ялпи капитал жамғарма ва инсон капиталининг яхшиланиши ЯИМ ўсишини рағбатлантирган бўлса, инфляциянинг юқори шаклланиши иқтисодий ўсишга салбий таъсир кўрсатган.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати

Aghion, P., Howitt, P., and Mayer-Foulkes, D. (2005). The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence. *Quarterly Journal of Economics*. (120), p.173-222.

Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U. (2012). Too much finance? *IMF Working Paper*, WP/12/161.

Cecchetti, G., Kharroubi, E., 2012. "Reassessing the Impact of Finance on Growth", *BIS Working Papers*. No. 381, Bank for International Settlements.

Johnston, R. and Pazarbmioglu, C. (1995). Financial Sector Reform and the Real Sector. *IMF working paper*. 95/103. p.214-244.

Fry, M. (1995). Money, interest and banking in economic development. *John Hopkins University Press*.

Gregorio, J. and Guidotti, P. (1995). Schumpeter, J., (1912). Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung [The theory of economic development]. *Harvard U. Press*.

Huang, H. C., Lin, S. C., 2009. Non-linear finance–growth nexus. *Economics of Transition*, 17, p.439–466.

King, R. and Levine, R. (1993b). Finance, entrepreneurship and growth. *Journal of monetary Economics*, 32, p.513-542.

Law, S. H. and Singh, N., 2014. "Does Too Much Finance Harm Economic Growth?," *Journal of Banking & Finance*, vol. 41(C), p. 36-44.

Levine, R., Loayza, N., and Beck, T. (2000), Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*. 46(1), p.31–77.

Lucas, R., (1988). On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*. 22(1), p.6.

Rioja, F.,Valev, N., 2004b.Finance and the sources of growth at various stages of economic development.*Economic Inquiry*, 42(1), p.127–140.

Shen, C. H., Lee, C. C., 2006. Same financial development yet different economic growth – why? *Journal of Money, Credit and Banking* 38(7), p.1907–1944.