



ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ МАРКАЗИЙ БАНКИ ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИНГ ТРАНСМИССИОН МЕХАНИЗМИНИНГ ФОИЗ СТАВКА КАНАЛИ

Бакиров Б.Н.

Ўзбекистон Республикаси Банк-молия академияси

Аннотация: Ушбу тадқиқотда Марказий банкнинг трансмиссион механизмининг фоиз ставка каналининг пул бозори ставкаларига (Money Market Rate), қисқа муддатли кредит фоиз ставкаларига (Short-term domestic currency loans Rate) ҳамда қисқа муддатли депозит ставкалари (interest rates on Short-term household domestic currency deposits) га таъсири ўрганилган.

Ушбу тадқиқотда Марказий банк трансмиссион механизми фоиз ставка каналининг пул бозори ставкасига, кредит ва депозитлар фоиз ставкаларига нисбатан импульс реакцияси VAR модели орқали кўрсатиб ўтилган.

Калит сўзлар: пул бозори фоиз ставкаси, қисқа муддатли депозитлар фоиз ставкаси, қисқа муддатли кредитлар фоиз ставкаси, VAR модели.

THE INTEREST RATE CHANNEL OF THE MONETARY POLICY TRANSMISSION MECHANISM OF THE CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC OF UZBEKISTAN

Bakirov B.N.

Banking and Finance Academy of the Republic of Uzbekistan

Annotation: In this study, the interest rate channel of the Central Bank's transmission mechanism is divided into Money Market Rate, Short-term domestic currency loans Rate and interest rates on Short-term household domestic currency deposits.) have been studied.

In this study, the Central Bank transmission mechanism is illustrated by the VAR model of the impulse response of the interest rate channel to the money market rate, credit and deposit interest rates.

Keywords: money market interest rate, short-term deposit interest rate, short-term loan interest rate, VAR model.

1. Кириш.

Марказий банк пул-кредит сиёсати трансмиссион механизми фоиз ставка каналининг иқтисодиётга таъсири бошқа каналларга қараганда анча тез, сезиларли ва кучлироқ бўлади. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки фоиз ставка канали самарадорлигини, таъсирини ошириш бўйича бир қанча ишларни олиб боришимиз лозим. Ушбу тадқиқотда биз фоиз ставка каналининг бошқа иқтисодий механизмларга таъсири, хусусан, пул бозори ставкасига (Money Market Rate), қисқа муддатли кредитлари (Short-term domestic currency loans Rate) ҳамда қисқа муддатли депозитлари (interest rates on Short-term household domestic currency deposits) га таъсирини ахамияти муҳимдир.

Ўзбекистон Республикаси Президенти Ш.Мирзиёевнинг 2020 йил 24 январда Олий Мажлисга йўллаган мурожаатномасида 2020 йилни – "Илм, маърифат ва рақамли иқтисодиётни ривожлантириш йили" деб эълон қилди. Бу мурожаатномада "... банкларнинг халқаро молия бозорларига чиқиши, арзон ва узоқ муддатли ресурслар жалб қилиши зарурлиги ва банк фаолиятини янада ривожлантириш" муҳимлиги таъкидланди. Ушбу фаолият бевосита Марказий банк томонидан амалий ёндашувчилик асосида амалга оширилиши лозим. Мамлакатдаги тижорат банкларининг кредит

ресурлари, депозит ресурслари ва уларнинг фоиз ставка миқдорларини пасайтиришда Марказий банк ўз таъсирини кўрсатиши керак.

Шу билан бирга, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 13 сентябрдаги “Пул-кредит сиёсатини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги ПҚ-3272-сонли қарори ҳамда Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 18 ноябрдаги “Инфляция таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида”ги ПФ-5877-сонли фармонида пул-кредит сиёсатининг ликвидлигини бериш ва жалб қилиш операциялари бўйича қўлланилаётган фоизли инструментлардан фойдаланишни кенгайтириш, тижорат банклари томонидан фоиз ставкаларни шакллантиришнинг бозор механизмини қўллашни кенгайтириш, макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлашни ривожланган давлатлар тажрибаси асосида такомиллаштириш, пул-кредит сиёсатини шаффофлигини ошириш ва шу каби муҳим вазифалар қўйилганлиги ушбу тадқиқотни аҳамиятини янада ошириш учун асос бўлади.

Шу мақсадда биз фоиз ставка каналининг иқтисодий таъсирини эмпирик таҳлил қилишимизда ривожланган давлатлар тажрибаси ва уларда тан олинган моделлардан фойдаланамиз. Ушбу моделлар қаторига VAR, VECM SVAR ва DSGE моделларни келтирсак бўлади. Биз мазкур тадқиқот ишимизда Марказий банк фоиз ставка каналининг иқтисодий таъсир этиш юзасидан VAR ёки VECM моделлари ёрдамида эмпирик таҳлиллар олиб боришни, ҳамда 2016 йилнинг 1 январидан 2020 йилнинг 31 декабрга қадар бўлган давр оралиғидаги Марказий банк реал фоиз ставкаси (INR_t), пул бозори ставкасига (MMR) га, қисқа муддатли кредитлари (SLR) ҳамда қисқа муддатли депозитлари (SHDR) ўртасида ўзаро боғлиқликни ифодаловчи моделни яратишни кўзладик.

Шуни таъкидлаш жоизки, Ўзбекистон иқтисодийнинг ривожланишида Марказий банк фоиз ставка канали ўзига хос характерга эга эканлигини кўриш мумкин. Хусусан, кўрсатилган йилларни кузатганимизда, Марказий банк фоиз ставкасини 1 (бир) фоизга кўтарилиши, пул бозори ставкасини (Money Market Rate), қисқа муддатли кредитларни (Short-term domestic currency loans Rate) ҳамда қисқа муддатли аҳоли депозитларни (interest rates on Short-term household domestic currency deposits) қай даражада ўзгаришларини кўра оламиз. Яъни Марказий банк фоиз ставкасини оширилиши ёки камайрилиши натижасида юқорида таҳлил қилинаётган фоиз ставкаларни ўсиши ёки камайишини таққослаш мумкин.

2. Адабиётлар шарҳи.

Пул-кредит сиёсати фоиз ставкаси канали моҳиятига турлича қарашган. Жумладан, Fisher (1963) ва Knut (1950) қисқа муддатда трансмиссия фоиз ставкасининг ўзгариши натижасида таъсир этса, аммо узоқ муддатда корхона ва аҳолининг балансидаги ўзгаришлар натижасида таъсир этади деган фикрга келишган. Уларнинг фикрича пул массасининг ошиши дарҳол нарх даражасини оширмасдан, балки аҳоли бойлигини оширади, ҳамда улар ўзларининг балансларини мувофиқлаштириб кўпроқ истеъмол қилади. Бунинг натижасида узоқ муддатда нарх ошишига олиб келади. Fisher ва Knut бойлик эффектини ўзининг илмий ишларида кўриб чиққан. Кейинчалик James (1969) ҳамда Milton (1970) фоиз ставка канали билан нарх динамикаси ўртасида узоқ муддатда боғлиқлик мавжудлигини таҳлил қилган. Уларнинг таъкидлашича фоиз ставка канали трансмиссион механизм каналлари ичида энг муҳими бўлиб, унинг ўзгариши реал иқтисодийга (товарлар бозорига) таъсир этишга қараганда молия бозорига тезроқ таъсир этади.

Трансмиссион механизмнинг фоиз канали хусусида тарихда жуда кўп олимлар ўз фикрларини билдириб ўтган. Уларга юқоридаги олимлар билан биргаликда Bernanke, Blinder (1992), Rotemberg, Woodford (1988), Taylor (1995), Mishkin (1996), рус олимларидан Моисеев (2002), Леонтьева (2013) Дробышевскийларни (2008) ҳам келтирсак бўлади. Ушбу олимларнинг изланишлари асосан номинал фоиз ставка билан реал фоиз ставка ўртасида боғлиқликка ва фоиз ставканинг инфляцияга бўлган таъсирини қаратилган.

Шунингдек, фоиз ставка каналининг иқтисодий таъсир этиши юзасидан жуда кўп олимлар илмий изланиш олиб борган. Фоиз ставкасининг иқтисодий таъсирини ўрганиш борасида катта ҳисса қўшган олим Taylor (1995) ҳисобланади. Бу олимнинг

ушбу иш фаолиятигача бўлган даврда фоиз ставкаси номинал ва реал фоиз ставкаларига бўлинган ва улар ўртасида алоқадорлик ўрганилган.

Шунингдек, марказий банк фоиз ставкасининг иқтисодий таъсири Кейнснинг макроиқтисодий мувозанат IS-LM модели орқали тушунтирилган ва фоиз ставка бу "қарз олиш қиймати" (borrowing costs) деб қаралган. Taylor (1995) муваффақияти илгари сурган фикрлари шундай бўлганки, у реал фоиз ставка ҳар доим ҳам иқтисодийдаги барча фоиз ставкаларининг ҳаракатини ифодаламайди, деган фикрни олға сурган.

Шунинг учун ҳам, фоиз ставка "бозор фоиз ставка"сига ва "реал фоиз ставка"сига бўлинади, деб қараган. Taylor (1995) "бозор фоиз ставка"си ва "реал фоиз ставка"сининг бир-бирдан фарқини ажратиб берган ҳолда иқтисодийдаги ўзгаришларга асосан бозор фоиз ставкаси таъсир қилишини исботлаб берган.

Абсаламовнинг (2020) фикрича, марказий банкларнинг индикатив (бошқа фоиз ставкалар учун мўлжал) фоиз ставкаси кредит ташкилотларини қисқа муддатли кредитлаш фоиз ставкасини билдиради. Индикатив фоиз ставкани ўзгартириш орқали марказий банк иқтисодий субъектларга қандай сиёсат юритаётганлиги ҳақида "сигнал" беради.

Индикатив фоиз ставканинг ўзгартирилиши қисқа муддатли бозор фоиз ставкаларининг ўзгаришига ва биринчи босқичда ушбу пул бозоридаги қисқа муддатли фоиз ставкалар ичида банклараро кредит фоиз ставканинг ўзгаришига олиб келади. Кейинчалик ушбу фоиз ставканинг ўзгариши қисқа ва узоқ муддатли молиявий инструментлар фоиз ставкаларининг ўзгаришига сабаб бўлади. Индикатив фоиз ставка бир вақтнинг ўзида туғридан-туғри ҳамда ўзининг психологик "сигнали" орқали билвосита бозор фоиз ставкаларига таъсир қилиш кучига эга эканлиги тушунтирилган.

3. Тадқиқот методологияси.

Макроиқтисодий кўрсаткичларнинг ўзаро бир-бири билан боғлиқлигини, маълум бир кўрсаткичнинг ўзгариши қолган кўрсаткичларга қанчалик даражада таъсир қилиш юзасидан таҳлил методологиясига тўхталишимиз лозим.

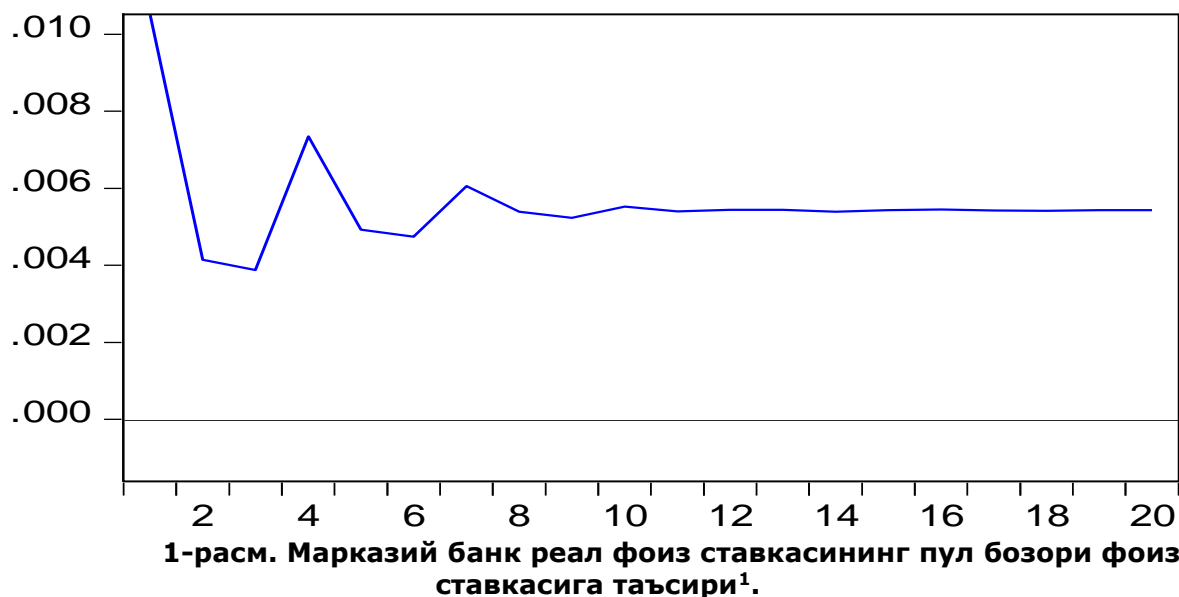
VAR ёки VECM моделларидан бирини қўллашдан олдин маълумотларнинг бир-бири билан боғлиқлигини текшириш учун бир қанча статистик таҳлиллар олиб борилади. Ушбу амалиётлар тўлиқ бажарилгандан сўнг зарурий натижаларга эришиш мумкин бўлади.

4. Таҳлил ва натижалар муҳокамаси.

Ҳозирги даврда дунёнинг кўпчилиги марказий банкларида трансмиссион механизм каналлари ичида асосийси фоиз ставка канали бўлиб қолмоқда. Марказий банклар асосий индикатив фоиз ставка чегарасини белгилаш орқали биринчи навбатда пул бозоридаги фоиз ставкаларга таъсир кўрсатади. Сўнгра ушбу пул бозоридаги фоиз ставкаларнинг ўзгаришига туғри пропорционал шаклда депозит ва кредит фоиз ставкалари мослашади. Иқтисодий субъектлар ушбу ўзгаришга мос ўз фаолиятларини мослаштиришади.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки учун индикатив фоиз ставка сифатида қайта молиялаштириш фоиз ставкасини олишимиз мумкин. Аксарият давлатлар марказий банкларининг қайта молиялаштириш фоиз ставкаси пул бозорид аги фоиз ставкаларнинг юқори чегарасини белгилайди. Пул бозоридаги фоиз ставкаларнинг қуйи чегарасини марказий банкларнинг депозит фоиз ставкаси белгилайди. Аммо бизнинг марказий банкимизда депозит фоиз ставкани жорий қилганига унчалик кўп бўлмади. Шундай экан Марказий банк фақат қайта молиялаштириш фоиз ставкасидан реал бозор фоиз ставкаларга таъсир қилиш учун фойдаланади.

Response of LNMMR to LNINR

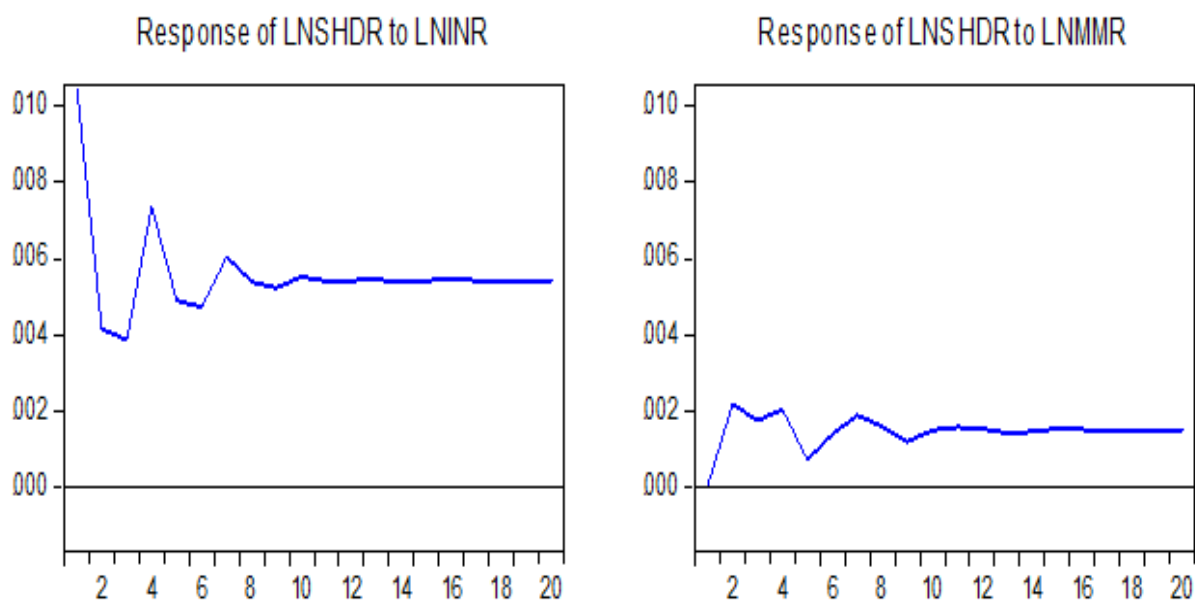


Марказий банк фоиз ставкасининг реал фоиз ставкаларга таъсири ва бунинг натижасида макроиқтисодий кўрсаткичларнинг ўзгариши ўртасидаги боғлиқликни таҳлил қилишимизда биз асосли равишда 2016 йилдан кейинги даврни таҳлил қилиш ва ўрганишимиз мақсадга мувофиқ бўлади. Чунки Ўзбекистон Марказий банки 2016 йилга қадар қайта молиялаштириш фоиз ставкасидан тижорат банкларини кредитлаш сифатида фойдаланилмаган. Ушбу фоиз ставкасининг реал бозор фоиз ставкаларга таъсир канали фақат икки омил орқали вужудга келган. Булар ушбу фоиз ставкага боғлиқ бўлган имтиёзли кредитлар фоиз ставкалари ҳамда бу фоиз ставкасининг психологик таъсири орқали реал бозор фоиз ставкалар ўзгарган.

Марказий банк фоиз ставка каналининг пул бозори фоиз ставкасига, қисқа муддатли депозитларга таъсири ва қисқа муддатли кредитлар фоиз ставкаларига таъсирининг импульси ҳамда бу фоиз ставкаларининг акс импульсини қуйидаги расмлар ёрдамида таҳлил қиламиз.

Юқоридаги расм маълумотларидан фоиз ставка каналининг пул бозоридаги реал ставкага таъсир импульсига назар ташласак, бунда Марказий банк томонидан қайта молиялаштириш фоиз ставкасини оширилиши дастлаб пул бозоридаги фоиз ставкага таъсири сезилади. Яъни, пул бозори фоиз ставкаси 2 ой давомида 0.4 фоизгача пасаяди. Ундан кейинги 3-ойдан 4-ойга қадар энг юқори ўсишга эга бўлади. Сўнг 5-ойдан 6 ойга қадар 1 ой давомида пул бозоридаги фоиз ставка 0.5 фоизга пастлашини кўришимиз мумкин.

¹ Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг расмий статистик маълумотлари асосида муаллиф томонидан VECM модел импульси олинди.



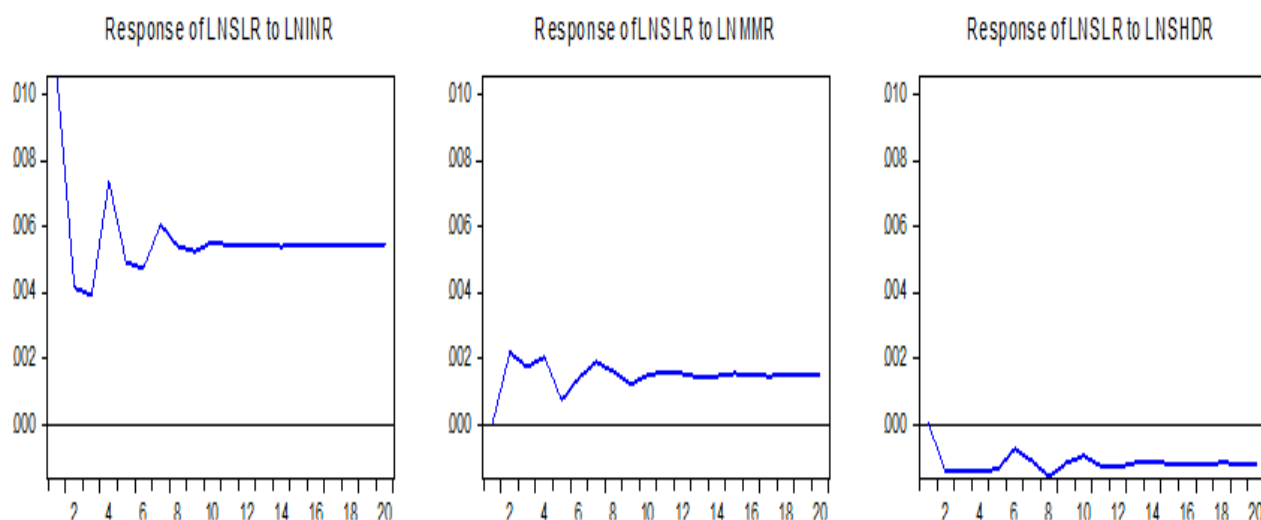
2-расм. Марказий банк реал фоиз ставкаси ва пул бозори фоиз ставкасининг қисқа муддатли аҳоли депозитлар фоиз ставкасига таъсири².

Марказий банк реал фоиз ставкасининг аҳоли депозитлари ставкасига таъсир импульсига назар ташласак, бунда Марказий банк томонидан қайта молиялаштириш фоиз ставкасининг оширилиши ушбу депозит фоизларига таъсири юқори ва қисқа муддатли бўлмоқда. Яъни, Марказий банк қата молиялаш фоиз ставкасининг 1 фоизга оширилиши аҳолининг қисқа муддатли депозитлари фоизини дастлаб тушираётган бўлсада, кейинчалик (2 ойдан кейин) уни 0.7 фоизга оширмоқда. Шунингдек пул бозори фоиз ставкаси аҳоли қисқа муддатли депозитлари фоизига таъсири қайта молиялаш фоизига қараганда сезиларли бўлмоқда. Хусусан, пул бозоридаги фоиз ставкасининг 1 фоизга оширилиши дастлабки 1 ойда аҳоли депозитлари фоизини 0.2 фоизга оширмоқда.

Дунёнинг кўплаб ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларида Марказий банк фоиз ставкасининг юқори бўлиши ёки бертартиб тебраниши жиддий ижтимоий-иқтисодий муаммоларни келтириб чиқаради. Фоиз ставкани ўсиши миллий валютадаги жамғармаларнинг ўсишига, ишлаб чиқаришга қўшимча инвестиция киритиш иштиёқининг ўсишига, юридик ва жисмоний шахслар капиталларининг иқтисодиётга инвестиция ёки кредит маблағлари сифатида киритилиши кўпаяди. Аммо жисмоний ва юридик шахсларни кредит олишга бўлган талаблари камаяди. Натижада, фоиз ставкани ўсиши иқтисодий ўсиш суръатларини пасайтиради, узоқ муддатли режалаштиришни имконсиз қилиб қўяди, ва сўнгги шаклларда фоиз ставка канали жамиятда ижтимоий ва сиёсий зиддиятни келтириб чиқаради. Фоиз ставкасининг юқори суръатларда бўлиши иқтисодиёт учун абсолют ноҳуш ҳисобланади ва ҳар қайси ҳукумат ҳам бюджет-солиқ ва пул-кредит сиёсатлари соҳасида жиддий қарорлаш қабул қилиш орқали фоиз ставкани камайтиришга интилади.

Шунингдек, фоиз ставкани қисқа муддатли кредит фоизларига Марказий банк қайта молиялаштириш фоизининг, пул бозоридаги фоиз ставкасининг ҳамда аҳоли қисқа муддатли депозитлари фоизининг таъсирини қуйидаги расмлар ёрдамида таҳлил қиламиз.

² Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг расмий статистик маълумотлари асосида муаллиф томонидан VECM модел импульси олинди.



3-расм. Тижорат банклари қисқа муддатли кредитлари фоизига бозор фоиз ставкаларининг импульс реакцияси³.

Марказий банк томонидан қайта молиялаштириш фоиз ставкасининг 1 фоизга оширилиши дастлабки 2 ойдан кейингина тижорат банклари қисқа муддатли кредитларига таъсир қилган ва уни 0.7 фоизга оширган. Пул бозоридаги фоиз ставкасининг банк қисқа муддатли кредитларига таъсирини кўрадиган бўлсак, унда пул бозоридаги фоиз ставкасининг 1 фоизга оширилиши 1 ойдан кейин банк қисқа муддатли кредитларини 0.2 фоизга оширган.

Тижорат банклари кредитлари фоизи асосан улар томонидан жалб қилинаётган депозитлари фоизларига боғлиқлиги юқори бўлиши керак. Аммо бизнинг таҳлилимизда депозитлар фоизи билан кредитлар фоизи ўртасида мантиқий боғлиқлик кузатилмаяпти. Хусусан, тижорат банклари аҳолидан жалб қилган депозитлари фоизининг 1 фоизга оширилиши уларнинг қисқа муддатли кредитлари фоизига салбий таъсир қилмоқда, яъни улар ўртасида тескари пропорционал боғлиқлик келиб чиқмоқда. Бунга асосан иккита сабабни келтиришимиз мумкин. Биринчидан, 2016 йилдан кейин Ўзбекистон банк тизимида кескин ўзгаришлар бўлди. Жумладан, банк тизимининг шаффофлашуви, аҳолига кўрсатилаётган банк хизматлари сифатининг ошганлиги, монетар сиёсатда бозор механизмларининг қабул қилинганликларини келтиришимиз мумкин. Иккинчидан, йиллар давомида аҳолининг муддатли депозитлари ҳажми тижорат банклари учун катта ресурс бўлаолмаган. Шундай экан банклар аҳоли депозитларини асосан касса муаммосини ҳал қилиш учунгина жалб қилиб келган.

Марказий банк фоиз ставка каналининг иқтисодиётга таъсирини эконометрик таҳлил хулосасига кўра Марказий банк томонидан қайта молиялаштириш фоиз ставкасининг оширилиши пул бозори ставкасига (Money Market Rate), қисқа муддатли кредитлари (Short-term domestic currency loans Rate) ҳамда қисқа муддатли депозитлари (interest rates on Short-term household domestic currency deposits) га таъсири деярли сезилмасдан келмоқда. Фоиз ставка каналининг таъсирини оширилишдан кўзланган мақсад иқтисодиётдаги фоиз ставкага босим ўтказаетган асосий сабаларни аниқлаб, айнан ўша сабабларга қарши курашиш сиёсатини ишлаб чиқиши мақсадга мувофиқдир.

5. Хулоса ва таклифлар.

Марказий банк фоиз ставка каналининг иқтисодиётга таъсирини эконометрик таҳлил хулосасига кўра Марказий банк томонидан қайта молиялаштириш фоиз ставкасининг оширилиши пул бозори ставкасига (Money Market Rate), қисқа муддатли кредитлари (Short-term domestic currency loans Rate) ҳамда қисқа муддатли

³ Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг расмий статистик маълумотлари асосида муаллиф томонидан VECM модел импульси олинди.

депозитлари (interest rates on Short-term household domestic currency deposits) га таъсири мавжуд.

Марказий банк пул-кредит сиёсати трансмиссион механизми каналлари ичида фоиз ставка канали энг асосий ўринни эгаллайди. Ушбу каналдан кўпчилик давлатлар кенг фойдаланади. Биз фоиз ставка канали борасида олимларнинг фикрларини ўрганиш ҳамда унга мос равишда мазкур каналнинг самарадорлигини аниқловчи омилларни келтириш ҳамда омилларнинг мамлакатимизда фоиз ставка каналига таъсирини статистик маълумотлар асосида ўрганишга ҳаракат қилдик.

Ушбу таҳлиллар натижасида қуйидаги муаммоларни аниқладик ҳамда уларни бартараф этиш борасида илмий таклиф ва амалий тавсиялар шакллантирдик:

Марказий банк томонидан пул бозоридаги фоиз ставкани аниқлаш усули билан Ўзбекистон банклари ассоциацияси томонидан кунлик ҳисобланадиган UZIBOR ҳамда UZIBID кўрсаткичларининг бир бири билан мутаносиб келмаслигидир. Яъни Марказий банк пул бозоридаги фоиз ставкани аниқлашда тижорат банкларининг бир бирига берган кредитларининг ўртача фоиз ставкасини олади. Ўзбекистон банклари ассоциацияси эса кунлик тижорат банкларидан сўраган маълум отлари асосида UZIBOR ва UZIBID фоиз ставкаларини аниқлайди. Демак тижорат банклари Ўзбекистон банклари ассоциациясига бошқа маълумот бермоқда ҳамда банклараро кредитларини бошқа фоизда бермоқда. Бу ҳолатни бартараф этиш учун қимматли қоғозлар бозорини такомиллаштириш мақсадга мувофиқдир. Шунингдек ушбу бозорда тижорат банкларнинг қисқа муддатли қимматли қоғозлар савдосини янада ривожлантириш лозим. Чунки пул бозори бу қисқа муддатли қимматли қоғозлар бозори ҳисобланади.

Тижорат банкларининг қисқа муддатли қимматли қоғозлари олди- сотдиси етарли даражада ривожланмаганлиги учун банклараро кредитларни ўзаро тор доирада бир- бири билан келишган ҳолда амалга оширади. Бу банклараро кредит фоизи реал бозор фоизини бермайди.

Таҳлил натижасида яна бир кўзга ташланган муаммолардан бири бу давлат қарз мажбуриятларини етарли даражада такомиллашмаганлигидир. Давлат қимматли қоғозларининг савдоси 2018 йилнинг охирида йўлга қўйилди ва унинг кўлами ҳали жуда тор ҳисобланади. Давлат қарз мажбуриятлари бозорини янада такомиллаштириш учун ушбу қимматли қоғозларни нафақат тижорат банклари ёки юридик шахслар балки аҳолининг ҳам сотиб олишига рухсат берилиши мақсадга мувофиқ бўлади. Чунки бизга маълумки бозор иқтисодиётида бўш пул маблағлари юридик шахсларга қараганда жисмоний шахсларда кўпроқ мавжуд бўлади ва уларнинг қўлидаги бўш пул маблағларини молия бозорига киритиш орқали биз юридик шахсларга қўшимча молиявий ресурс яратиб беришимиз мумкин.

Адабиётлар/Литература/Reference:

Bernanke B., Blinder, A., (1992). The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. *American Economic Review* 82, pp. 901-921.

Frederic S. Mishkin (1996). The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy. In: NBER Working Paper 5464, Cambridge MA.

Absalamov A.T. (2020). Interest Rate Channel of Monetary Policy Transmission Mechanism in Uzbekistan – VECM Approach. *International Journal of Research in Social Sciences*, 10(1), pp. 165-173.

Irving Fisher (1933). The debt-deflation theory of great depressions. *Econometrica* 1, page 337–357.

Rotenberg, J.J., Woodford, M. (1998). An Optimization-Based Econometric Framework for the Evaluation of Monetary Policy: Expanded Version. NBER. Technical Working Papers No.0223, Cambridge MA.

Taylor J.B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), pp. 11-26.

Tobin J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1 (1), February, pp. 15-29.

Wicksell Knut. (1950). *Lectures on Political Economy* / Vol. 2. Edited by Lionel Robins. London. Routledge and Kegan Paul Ltd.

Filippo Ippolito, Ali K. Ozdagli, Ander Perez (2015). The Transmission of Monetary Policy through Bank Lending: The Floating Rate Channel, June pp. 26-27.

Shanaka J. Peiris and Ding Ding (2012). Global Commodity Prices, Monetary Transmission, and Exchange Rate Pass-Through in the Pacific Islands. IMF Working Paper, WP/12/176, pp. 3-13.