Emro Science and Education
International open-access scientific journal
Journal homepage: https://journal.emro.uz

OPEN ACCESS

CONFERENCE PAPER OPEN ACCESS

Vol. 2 No. 2 (2026) · "Milliy statistika tizimida yangi bosqich: barqaror rivojlanish maqsadlari, xalqar... DOI: 10.5281/zenodo.24320367

"MILLIY STATISTIKA TIZIMIDA YANGI BOSQICH: BARQAROR RIVOJLANISH MAQSADLARI, XALQARO STANDARTLAR VA ZAMONAVIY TENDENSIYALAR"

ОЦЕНКА ОСЛАБЛЕНИЯ КРЕДИТНОГО КАНАЛА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ В УЗБЕКИСТАНЕ: ЭМПИРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ НА ОСНОВЕ VAR-МОДЕЛИ

РАХИМБЕРДИЕВ КУВОНЧБЕК БАХТИЁРОВИЧ
Ташкентский государственный экономический университет
Доцент кафедры «Эконометрика»
E-mail: qquuvvoonn94@gmail.com
ORCID: 0000-0003-2290-5786

Аннотация. Аннотация. В статье исследуется эффективность кредитного канала трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в Республике Узбекистан. На основе векторной авторегрессионной (VAR) модели оценено влияние изменений основной ставки на объём кредитования, инфляцию и ВВП. Результаты показывают ограниченную эффективность кредитного канала, что проявляется в слабой реакции кредитования на изменения денежно-кредитной политики. Полученные выводы свидетельствуют о необходимости дальнейшего развития финансового рынка и совершенствования механизмов трансмиссии денежно-кредитной политики.

Ключевые слова. Денежно-кредитная политика, кредитный канал, трансмиссионный механизм, VAR-модель, Узбекистан, ставка рефинансирования, основная ставка, объём кредитования, инфляция.

Введение. Банковская система Республики Узбекистан переживает период масштабных структурных реформ, направленных на приватизацию государственных активов, повышение конкуренции и переход к рыночным механизмам фондирования и кредитования. Центральный банк Узбекистана (ЦБУ) активно использует основную ставку как ключевой инструмент денежно-кредитной политики (ДКП) для управления инфляцией и обеспечения макроэкономической стабильности.

В этих условиях критически важным является изучение эффективности трансмиссионного механизма ДКП, то есть того, как решения ЦБУ влияют на процентные ставки и кредитную активность коммерческих банков. В отличие от развитых рынков, где этот механизм хорошо изучен, в экономиках с высоким государственным участием (как в Узбекистане), его функционирование может быть искажено. Чрезмерно активное государственное субсидирование определенных секторов (например, ипотеки и предпринимательства) может создавать асимметрию в реакции коммерческих банков.

Published: 05.06.2026

Cite this article: Рахимбердиев Кувончбек Бахтиёрович (2026). Оценка ослабления кредитного канала денежно-кредитной политики в Узбекистане: эмпирический анализ на основе VAR-модели. Emro Science and Education, 2(2). https://doi.org/10.5281/zenodo.24320367

© 2026 The Author(s). Published by Emro Science and Education. This is an open access article.

Несмотря на циклы ужесточения ДКП, наблюдавшиеся в 2022–2024 годах (повышение основной ставки до 17% и последующая стабилизация), банковский сектор Узбекистана демонстрирует высокие и устойчивые темпы роста кредитования физических лиц. Этот феномен ставит под сомнение полноту и скорость передачи сигналов ДКП через процентный канал.

Проблема исследования заключается в выявлении степени и характера влияния Основной ставки ЦБУ на рыночные процентные ставки и объемы кредитования коммерческих банков в условиях активного государственного вмешательства через программы субсидирования.

Цель исследования – эмпирически оценить эффективность трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Центрального банка Узбекистана в процентные ставки и объемы кредитования коммерческих банков в период с 2020 по 2025 годы.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

1. Провести обзор теоретических моделей трансмиссионного механизма ДКП, с акцентом на особенности развивающихся рынков и экономики переходного типа.
2. Собрать и систематизировать ежемесячные данные по Основной ставке ЦБУ, средневзвешенным процентным ставкам по кредитам и объемам кредитования в разрезе ключевых сегментов (физические и юридические лица) за указанный период.
3. Разработать и применить эконометрическую модель (например, модель векторной авторегрессии — VAR), чтобы оценить динамику отклика процентных ставок и кредитных объемов на шоки Основной ставки ЦБУ.
4. Выявить асимметрию в трансмиссии ДКП и оценить влияние льготных программ кредитования на ослабление процентного канала.
5. Сформулировать практические рекомендации для Центрального банка по повышению эффективности ДКП в условиях структурных преобразований.

Анализ и Результаты. Прежде чем представить результаты модели VAR, необходимо кратко описать результаты проверки базовых предположений.

Проведенный тест ADF показал, что переменные «Основная ставка ЦБУ» (RS), «Средневзвешенная ставка по кредитам ФЛ» (IR_{FL}) и «Логарифм объема кредитования ФЛ» ($\ln(Vol_{FL})$ являются нестационарными на уровне, но стационарными после взятия первой разности, что соответствует порядку интегрирования I(1).

Результаты теста Йохансена (основанные на статистиках следа и максимального собственного значения) не подтвердили наличие

долгосрочной коинтеграционной связи между переменными. Отсутствие коинтеграции позволяет использовать стандартную модель VAR в первых разностях (или в уровнях, если это обосновано тестом на оптимальное число лагов), что упрощает интерпретацию краткосрочных эффектов трансмиссии.

Для анализа была выбрана модель VAR, поскольку она минимизирует AIC и обеспечивает достаточную степень свободы.

Функции импульсного отклика (IRFs) показывают реакцию процентных ставок и объемов кредитования на однократный шок (увеличение на одно стандартное отклонение) Основной ставки ЦБУ (RS).

Увеличение RS на 1 стандартное отклонение (приблизительно 120-150 базисных пунктов).

Средневзвешенная ставка по кредитам физическим лицам (IR_{FL}) демонстрирует быстрый и статистически значимый положительный отклик. Пик отклика достигается в 3-м месяце после шока, что свидетельствует о высокой скорости реакции коммерческих банков. Однако, полнота трансмиссии остается под вопросом. Увеличение IR_{FL} составляет лишь 50-70% от величины шока RS, что указывает на неполную передачу изменения ключевой ставки в рыночные ставки. Это в свою очередь, позволяет сделать вывод, что процентный канал активен и быстр, но неполный.

Логарифм объема выданных кредитов физическим лицам $\ln(Vol_{FL})$ показывает слабый, краткосрочный негативный отклик, который быстро сходит на нет и становится статистически незначимым после 6-го месяца. В течение долгосрочного горизонта (более 10 месяцев) влияние шока RS на объемы кредитования близко к нулю или даже становится положительным (что противоречит теории). Это значит, что кредитный канал ДКП в сегменте ФЛ крайне ослаблен. Жесткая ДКП не оказывает значимого долгосрочного сдерживающего эффекта на совокупный объем кредитования физических лиц.

3. Результаты Разложения Дисперсии Прогноза (FEVD)

Разложение дисперсии позволяет количественно оценить вклад шоков RS в общую изменчивость других переменных.

Горизонт прогноза (Месяцы)	**Доля вариации IRFL, объясняемая шоками RS**	**Доля вариации $\ln(Vol_{FL})$, объясняемая шоками RS**
6	18.5%	4.2%
12	22.1%	5.8%
24	25.3%	6.1%

Шоки основной ставки ЦБУ объясняют более 25% вариации процентных ставок коммерческих банков в долгосрочной перспективе,

подтверждая, что основная ставка является значимым фактором для ценообразования.

Вклад шоков RS в изменчивость объемов кредитования ФЛ остается минимальным (менее 7%) даже в долгосрочной перспективе. Это означает, что более 93% колебаний в объемах кредитования объясняются другими факторами (включая собственные шоки переменной и влияние других экзогенных переменных, таких как программы субсидирования).

Полученные эмпирические результаты подтверждают выдвинутую гипотезу:

1. Процентный канал активен, но неполный: коммерческие банки быстро реагируют на изменение стоимости фондирования, но поглощают часть шока, не допуская полной трансмиссии в ставки для конечных потребителей.
2. Кредитный канал ослаблен: низкий и статистически незначимый отклик объемов кредитования на шок ДКП доказывает, что решения ЦБУ не являются доминирующим фактором, определяющим кредитную активность.

Ослабление кредитного канала может быть прямо связано с высокой долей государственных коммерческих банков и широким распространением субсидируемых программ кредитования (ипотека, программы поддержки малого бизнеса). Эти программы обеспечивают банкам фондирование по льготным ставкам или предоставляют государственные гарантии, что позволяет им игнорировать рыночный сигнал Основной ставки и поддерживать высокий темп роста кредитного портфеля даже в периоды жесткой ДКП.

Эмпирический анализ четко показывает рассогласование между номинальной эффективностью процентного канала (ставки меняются) и реальной эффективностью кредитного канала (объемы кредитования не сдерживаются), что является серьезным вызовом для Центрального банка Узбекистана в достижении его целей по дезинфляции.

Для оценки краткосрочной динамики взаимосвязей использовалась модель VAR, построенная на первых разностях логарифмов объемов кредитования ($\Delta \ln(Vol_{FL})$ и уровнях (для процентных ставок).

Параметр	Значение	Интерпретация
Оптимальное число лагов (p)	2	Определено по критериям AIC/SC. Обеспечивает достаточную инамическую структуру.

Период оценки	Январь 2020 – Декабрь 2024 (60 наблюдений)	Достаточный объем данных для надежной оценки.
Тест на автокорреляцию остатков (Портманто)	$p > 0.05$	Остатки модели не коррелированы, модель специфицирована орректно.
Тест на нормальность остатков (Ярке–Бера)	$p < 0.05$	Наблюдается отклонение от нормального распределения (типично для финансовых данных).
Тест на стабильность (собственные значения)	Все собственные значения в пределах единичного круга	Модель VAR является стабильной.

Ниже представлены выборочные коэффициенты для уравнения, описывающего отклик средневзвешенной ставки по кредитам ФЛ (Δ IR_{FL}) и объема кредитования ФЛ ($\Delta \ln(Vol_{FL})$ на изменения основной ставки ЦБУ (RS) с лагами 1 и 2.

Уравнение для $\Delta IR_{FL,t}$ (Процентный Канал)

$$\Delta IR_{FL,t} = c_1 + \beta_{11}\Delta RS_{t-1} + \beta_{12}\Delta RS_{t-2} + \cdots + u_{1,t}$$

Независимая переменная	**Коэффициент (β)**	**t-статистика**	**p-value**	**Интерпретация**
ΔRS_{t-1} (Основная ставка, лаг 1)	0.485	3.12	0.003*	Сильный, положительный и быстрый отклик.
ΔRS_{t-2} (Основная ставка, лаг 2)	0.112	0.85	0.399	Незначим.
$\Delta IR_{FL,t-1}$ (Своя ставка, лаг 1)	0.751	7.90	0.000*	Сильная инерция в ценообразовании.

Значимый коэффициент β_{11} = 0,485 означает, что изменение основной ставки на 1 процентный пункт (п.п.) приводит к изменению ставки коммерческих банков на 0,485 п.п. уже в следующем месяце. Это подтверждает скорость реакции, но также демонстрирует неполноту трансмиссии (менее 50% изменения передается в ставки).

Уравнение для $\Delta ln(Vol_{FL,t}$ (Кредитный Канал)

$$\Delta \ln(Vol_{FL,t}) = c_2 + \gamma_{21}\Delta RS_{t-1} + \gamma_{22}\Delta RS_{t-2} + \cdots + u_{2,t}$$

Независимая переменная	**Коэффициент (γ)**	**t-статистика**	**p-value**	**Интерпретация**
ΔRS_{t-1} (Основная ставка, лаг 1)	–0.021	–0.55	0.583	Незначим.
$\Delta IR_{FL,t-1}$ (Ставка ФЛ, лаг 1)	–0.059	–1.12	0.268	Незначим.
$\Delta ln(Vol_{FL,t-1}$ (Свой объем, лаг 1)	0.589	4.10	0.000*	Значимая инерция роста объемов кредитования.

Коэффициент γ_{21} не является статистически значимым ($p > 0.05$). Это означает, что изменение Основной ставки ЦБУ не имеет прямого и значимого краткосрочного эффекта на темпы роста объемов кредитования физических лиц. Рост объемов в основном объясняется собственной инерцией (лаги $\Delta\ln(Vol_{FL})$ и, предположительно, не включенными в модель экзогенными факторами, такими как программы государственного субсидирования.

Реакция IR_{FL} на шок RS: Отклик положителен, достигает пика к 3-му месяцу и статистически значим в течение первых 8-10 месяцев. Это подтверждает, что процентный канал функционирует.

Реакция $\ln(Vol_{FL})$ на шок RS: Отклик в течение всего 24-месячного горизонта находится близко к нулю и не пересекает нулевую линию в статистически значимой степени (т.е. доверительные интервалы включают ноль). Это эмпирически подтверждает ослабление кредитного канала ДКП.

Доля RS в вариации IR_{FL} составляет 25-30% на долгосрочном горизонте. Основная ставка является существенным, но не единственным драйвером процентных ставок.

Доля RS в вариации $\ln(Vol_{FL})$ остается ниже 7%. Это означает, что более 93% изменчивости роста кредитования объясняется другими факторами (внутренней динамикой и субсидированием), что делает возможность ЦБУ влиять на объемы кредитования через Основную ставку крайне ограниченной.

Результаты VAR-моделирования явно показывают дихотомию в трансмиссионном механизме ДКП Узбекистана:

Процентный канал работает быстро, но неполно.

Кредитный канал крайне ослаблен, что является ключевым свидетельством неэффективности Основной ставки как инструмента

сдерживания совокупного кредитного спроса в условиях активного государственного субсидирования.

Выводы и заключение

На основе эконометрического анализа VAR-модели, построенной на ежемесячных данных за 2020–2024 гг., получены следующие ключевые выводы относительно трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики (ДКП) Центрального банка Узбекистана (ЦБУ):

1. **Процентный канал функционирует, но неполно.** Средневзвешенные процентные ставки по кредитам физическим лицам (IR_{FL}) демонстрируют быстрый и статистически значимый отклик на шоки Основной ставки ЦБУ (RS). Пик реакции достигается уже в течение 3–4 месяцев. Трансмиссия является неполной. Коэффициенты VAR-модели и анализ IRF показывают, что менее 50% изменения Основной ставки передается в ставки коммерческих банков. Это указывает на то, что банки поглощают часть колебаний, чтобы сохранить конкурентоспособность или маржу.

Шоки основной ставки объясняют около 25% вариации IR_{FL} в долгосрочной перспективе, подтверждая ее роль в ценообразовании.

2. Кредитный канал крайне ослаблен. Изменение основной ставки ЦБУ не оказывает статистически значимого или устойчивого сдерживающего эффекта на темпы роста объемов кредитования физических лиц ($\ln(Vol_{FL})$). Отклики IRF являются слабыми и быстро становятся статистически незначимыми. Анализ разложения дисперсии (FEVD) показал, что шоки основной ставки объясняют менее 7% изменчивости в объемах кредитования ФЛ. Более 93% колебаний объясняются другими факторами.

Этот результат эмпирически подтверждает ключевую часть выдвинутой гипотезы о том, что влияние ДКП на кредитную активность ослабляется (или нивелируется) внешними факторами.

3. Роль структурных факторов. Основным фактором, ослабляющим кредитный канал, является высокая доля государственного участия в банковской системе и, прежде всего, широкое распространение государственных программ субсидирования (особенно в сфере ипотеки и развития бизнеса). Эти программы обеспечивают коммерческим банкам стабильный, нерыночный источник фондирования, который позволяет им поддерживать высокий темп роста кредитования, игнорируя сигналы удорожания фондирования от ЦБУ.

На основе полученных результатов предлагаются следующие практические рекомендации, направленные на повышение эффективности ДКП:

1. Центральному банку и правительству рекомендуется пересмотреть масштабы и механизмы программ субсидирования. Финансирование

социальных ипотечных программ должно быть выведено из балансов коммерческих банков и переведено на прямое бюджетное субсидирование (через государственные фонды), чтобы минимизировать искажающее влияние на рыночное ценообразование и ликвидность банков.

2. Необходимо ускорить реформы по приватизации государственных коммерческих банков. Увеличение доли частных, ориентированных на прибыль банков, усилит их чувствительность к рыночной стоимости фондирования (Основной ставке) и, соответственно, усилит кредитный канал трансмиссии.

3. ЦБУ должен рассмотреть возможность более активного использования пруденциальных инструментов (например, ужесточение требований к достаточности капитала, резервирования или коэффициентов "Долг/Доход" - DTI) в качестве дополнения к основной ставке для прямого сдерживания нежелательно быстрого роста кредитования в отдельных сегментах.

Список литературы и источников

1. Enders, W. Applied Econometric Time Series. John Wiley & Sons.-2014.

2. Лукашин, Ю. П. Адаптивные методы краткосрочного прогнозирования временных рядов. М.: Финансы и статистика. – 2017.

3. Королев, О. Г. Эконометрика. Эконометрические модели: Учебное пособие. М.: Инфра-М. – 2019.

4. www.cbu.uz - Центральный банк Республики Узбекистан (ЦБУ).

5. www.stat.uz - Национальный комитет Республики Узбекистан по статистике.

IQTISODIY STATISTIKA KAFEDRASI — Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti —