



ВЛИЯНИЕ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН НА СТОИМОСТЬ ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА И КОРПОРАТИВНОЕ КРЕДИТОВАНИЕ

Шарифбоев Аскар Хайрулло угли

Банковско-финансовая академия Республики Узбекистан

<https://doi.org/10.5281/zenodo.22253974>

Аннотация

В тезисе исследуется влияние ключевой ставки Центрального банка Республики Узбекистан на стоимость заемного капитала и объем корпоративного кредитования. Цель исследования заключается в оценке направления, величины и временной структуры передачи изменений ключевой ставки в ставки по корпоративным кредитам и объем корпоративного кредитования. Эмпирический анализ основан на 87 ежемесячных наблюдениях за период с января 2019 года по март 2026 года. Используются тест Дики-Фуллера, тест Йохансена, векторная модель коррекции ошибок (VECM), тест причинности по Грейнджеру, функции импульсного отклика (IRF), декомпозиция дисперсии ошибки прогноза (FEVD) и дополнительные OLS-регрессии. Результаты показывают наличие одной долгосрочной коинтеграционной связи между ключевой ставкой, ставкой по корпоративным кредитам и объемом корпоративного кредитования. Увеличение ключевой ставки на 1 процентный пункт связано с повышением ставки по корпоративным кредитам примерно на 0,50 процентного пункта в следующем периоде. Непосредственный краткосрочный эффект на объем корпоративного кредитования статистически незначим, однако дополнительная OLS-модель выявляет отрицательную статистически значимую связь. Полученные результаты свидетельствуют о функционировании процентного канала денежно-кредитной трансмиссии в Узбекистане, характеризующегося неполным pass-through и постепенным воздействием на корпоративное кредитование.

Ключевые слова: ключевая ставка, денежно-кредитная политика, процентный канал, стоимость заемного капитала, корпоративное кредитование, процентный pass-through, VECM, Узбекистан.

Эффективность денежно-кредитной политики определяется способностью центрального банка передавать изменения денежно-кредитных условий в финансовый сектор и реальную экономику. Одним из основных механизмов такой передачи является процентный канал, через который изменение ключевой ставки воздействует на рыночные



процентные ставки, стоимость заемного капитала и решения экономических субъектов (Bernanke and Blinder, 1992; Mishkin, 1996).

Для корпоративного сектора данный механизм имеет особое значение, поскольку банковское кредитование является важным источником внешнего финансирования предприятий. Рост стоимости кредитных ресурсов может снижать спрос на заемное финансирование, одновременно изменяя условия предложения кредитов. Однако передача ключевой ставки в конечные ставки банков может быть неполной вследствие влияния стоимости фондирования, кредитного риска, банковской маржи и других факторов (Bernanke and Gertler, 1995).

В настоящем исследовании процентный канал рассматривается как последовательность «ключевая ставка → ставка по корпоративным кредитам → объем корпоративного кредитования». Цель работы заключается в количественной оценке влияния ключевой ставки Центрального банка Республики Узбекистан на стоимость заемного капитала и объем корпоративного кредитования.

Эмпирическая база включает 87 ежемесячных наблюдений за январь 2019 года — март 2026 года. Стоимость заемного капитала корпоративного сектора операционализируется через ставку по корпоративным кредитам (LoanRate). В анализ включены ключевая ставка (KeyRate), ставка по корпоративным кредитам (LoanRate), логарифм объема корпоративного кредитования (log_CorpLoans) и инфляция (Inflation).

Для определения свойств временных рядов применен расширенный тест Дики–Фуллера. Долгосрочная взаимосвязь проверена с использованием теста Йохансена. При наличии коинтеграции оценена векторная модель коррекции ошибок (VECM). Дополнительно применены тест причинности по Грейнджеру, функции импульсного отклика (IRF), декомпозиция дисперсии ошибки прогноза (FEVD) и OLS-регрессии.

Результаты ADF-теста показали, что KeyRate, LoanRate и log_CorpLoans являются интегрированными первого порядка, $I(1)$, тогда как Inflation является стационарной в уровне. Тест Йохансена выявил одну коинтеграционную связь между ключевой ставкой, ставкой по корпоративным кредитам и объемом корпоративного кредитования.

Результаты VECM показывают статистически значимую краткосрочную передачу изменений ключевой ставки в стоимость корпоративного кредитования. Коэффициент при лагированном изменении KeyRate в уравнении ставки по корпоративным кредитам



POLAND



POLAND

составил 0,50363 при $p = 0,00713$. Следовательно, повышение ключевой ставки на 1 процентный пункт связано с увеличением ставки по корпоративным кредитам примерно на 0,50 процентного пункта в следующем периоде. Коэффициент ниже единицы указывает на неполный характер процентного pass-through.

В уравнении объема корпоративного кредитования коэффициент коррекции ошибки составил $-0,009017$ и является статистически значимым ($p = 6,03 \times 10^{-5}$), что свидетельствует о наличии механизма корректировки отклонений от долгосрочного равновесия. При этом непосредственный краткосрочный коэффициент при изменении ключевой ставки статистически незначим ($p = 0,176$).

Дополнительная OLS-регрессия подтверждает положительную связь между ключевой ставкой и ставкой по корпоративным кредитам: коэффициент при KeyRate составил 0,3851 при robust $p = 0,01064$. В модели объема корпоративного кредитования коэффициент при KeyRate составил $-0,21368$ при $p = 4,54 \times 10^{-7}$. С учетом логарифмической формы зависимой переменной этот коэффициент соответствует приблизительно 19,2%-ному снижению объема корпоративного кредитования при увеличении ключевой ставки на 1 процентный пункт при прочих равных условиях. Данная оценка рассматривается как условная статистическая связь, а не как самостоятельная оценка структурного причинного эффекта.

Тест причинности по Грейнджеру выявил статистически значимую лаговую прогнозную связь ($p = 0,02293$), тогда как мгновенная причинность статистически не подтверждается ($p = 0,8035$). Это указывает на наличие временного лага в передаче изменений денежно-кредитных условий в кредитный рынок.

Результаты FEVD показывают, что вклад инноваций ключевой ставки в прогнозную дисперсию объема корпоративного кредитования возрастает с 1,32% на горизонте одного месяца до 41,48% через 12 месяцев и 71,71% через 24 месяца. Данные значения отражают относительный вклад инноваций в прогнозную дисперсию и не должны интерпретироваться как точная структурная доля причинного влияния ключевой ставки. Кроме того, относительно небольшая выборка может снижать устойчивость оценок на дальних горизонтах и создавать риск потенциального завышения вклада KeyRate.

В совокупности результаты свидетельствуют о функционировании процентного канала денежно-кредитной трансмиссии в корпоративном



секторе Узбекистана. Наиболее устойчивой является передача изменений ключевой ставки в стоимость корпоративного кредита. При этом воздействие на объем кредитования имеет менее непосредственный характер: краткосрочный коэффициент в VECM статистически незначим, тогда как OLS, тест Грейнджера и динамические характеристики модели указывают на отрицательное и постепенное воздействие более жестких денежных условий.

Полученные результаты соответствуют основным положениям теории процентного и кредитного каналов денежно-кредитной трансмиссии (Bernanke and Blinder, 1992; Bernanke and Gertler, 1995; Mishra, Montiel and Spilimbergo, 2012). Для Узбекистана результаты также согласуются с исследованиями, рассматривающими особенности денежно-кредитной трансмиссии и процентного канала в национальной экономике (Absalamov, 2024; Davlatov and Sági, 2026).

Практически результаты указывают на необходимость учитывать временной лаг передачи денежно-кредитных решений при оценке их влияния на корпоративный сектор. В качестве среднесрочного ориентира может рассматриваться сокращение разрыва между ключевой ставкой и средневзвешенной ставкой по корпоративным кредитам на 2 процентных пункта в течение трех лет. Коммерческим банкам также целесообразно использовать сценарный анализ воздействия изменения ключевой ставки на ± 2 процентных пункта для оценки процентного риска и устойчивости корпоративного кредитного портфеля. Дополнительное развитие альтернативных источников финансирования, включая рынок корпоративных облигаций, может способствовать снижению зависимости предприятий от банковского кредитования.

Заключение

Проведенный анализ показывает, что ключевая ставка Центрального банка Республики Узбекистан оказывает статистически значимое влияние на стоимость корпоративного кредитования, однако передача является неполной и характеризуется временным лагом. Влияние на объем корпоративного кредитования проявляется более постепенно и не имеет статистически значимого непосредственного краткосрочного эффекта в VECM. Наличие коинтеграционной связи, значимого механизма коррекции ошибки, лаговой прогнозной взаимосвязи и роста вклада KeyRate в FEVD на длительных горизонтах свидетельствует о постепенной передаче денежно-кредитного импульса в корпоративный кредитный рынок.



POLAND



POLAND

Таким образом, процентный канал денежно-кредитной политики в Узбекистане функционирует, однако его эффективность характеризуется неполным pass-through, временным лагом и постепенным воздействием на объем корпоративного кредитования.

Список использованных источников:

Absalamov, A.T. (2024) 'The Impact of the Interest Channel of the Transmission Mechanism on the Economy – in Case of Uzbekistan', Central Asian Journal of Innovations on Tourism Management and Finance, 5(7), pp. 444–453. doi: 10.51699/cajitmfv5i7.775.

Bernanke, B.S. and Blinder, A.S. (1992) 'The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission', American Economic Review, 82(4), pp. 901–921.

Bernanke, B.S. and Gertler, M. (1995) 'Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission', Journal of Economic Perspectives, 9(4), pp. 27–48.

Davlatov, E. and Sági, J. (2026) 'Monetary Policy Transmission Mechanism in Post-Communist Economies: Evidence from Uzbekistan', Central Bank Review, 26(1), 100245. doi: 10.1016/j.cbrev.2026.100245.

Mishkin, F.S. (1996) The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy. NBER Working Paper No. 5464. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research. doi: 10.3386/w5464.

Mishra, P., Montiel, P. and Spilimbergo, A. (2012) 'Monetary Transmission in Low-Income Countries: Effectiveness and Policy Implications', IMF Economic Review, 60(2), pp. 270–302. doi: 10.1057/imfer.2012.7.