

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки
Статистика ва тадқиқотлар департаменти
С. Агзамов, Н. Авазов

Иқтисодиётга ажратилаётган кредитлар муддатлари ва уларнинг инфляцияга таъсири

Тошкент 2025

Иқтисодиётга ажратилаётган кредитлар муддатлари ва уларнинг инфляцияга таъсири

Ушбу мақоладаги қарашлар муаллифларнинг шахсий фикр ва мулоҳазалари бўлиб, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг расмий позицияси билан мос тушмаслиги мумкин. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки мақола мазмуни учун жавобгарликни зиммасига олмайди. Тақдим қилинган материалларни ҳар қандай услубда қайта ишлатиш фақатгина муаллифлар рухсати билан амалга оширилади.

Статистика ва тадқиқотлар департаменти томонидан тайёрланди.
Ўз таклиф ва эътирозларингизни қуйидаги манзилга жўнатишингиз мумкин:
E-mail: sagzamov@cbu.uz

Иқтисодиётга ажратилаётган кредитлар муддатлари ва уларнинг инфляцияга таъсири

Кириш

Бугунги иқтисодий шароитда кредит сиёсатининг самарадорлиги нафақат молиявий барқарорликни таъминлаш, балки инфляцияни бошқаришда ҳам муҳим ўрин тутди. Кредитлар орқали иқтисодиётда истеъмол ва инвестиция фаоллиги шаклланади, натижада инфляцион босим юзага келади ва бу ҳолат макроиқтисодий сиёсат учун муҳим сигнал сифатида хизмат қилади.

Ўз навбатида, кредитларнинг муддатлари (қисқа, ўрта ва узоқ муддатли) инфляция жараёнларига қандай таъсир кўрсатиши бугунги кунда эътибор марказида турган муҳим тадқиқот йўналишларидан бирига айланмоқда.

Шу билан бирга, кредитлар муддатларининг инфляцияга таъсири борасидаги илмий тадқиқотлар чекланган. Қисқа муддатли кредитларнинг инфляцион босимни шакллантиришдаги ўрни ҳақида баъзи назарий мулоҳазалар мавжуд бўлса-да, эмпирик таҳлиллар етарли эмас.

Хусусан, **қисқа муддатли кредитларнинг** инфляцияга салбий таъсир кўрсатиши эҳтимоли мавжуд бўлиб, бу таъсир қуйидаги икки канал орқали намоён бўлади:

*- қисқа муддатли кредит маблағлари банкка қисқа **муддатда қайтарилиши** иқтисодиётга ресурсларни қайта тақсимлаш жараёнларини жадаллаштиради, бу эса, ўз навбатида, талаб томонидан инфляцияга босимнинг юзага келишига олиб келади¹;*

- қисқа муддатли кредитлар одатда юқорироқ ставкада ажратилиши ҳисобига юзага келадиган қўшимча харажатлар корхоналар томонидан нархларга устама сифатида тақсимланишига олиб келади².

Шу билан бирга, тадқиқотларда **қисқа муддатли кредитларнинг** иқтисодий ўсишга ҳиссаси юқори бўлмасада, мазкур турдаги кредитлар **юқори инфляциянинг** вужудга келишига олиб келиши таъкидланган.

Аксинча, узоқ муддатли кредитлар кўпинча “келажакдаги иқтисодиётга сармоя” сифатида баҳоланади ва уларнинг иқтисодий ўсишга ҳисса қўшиш салоҳияти юқори деб ҳисобланади³.

¹ Ludvigson, S. (1999). Consumption and credit: a model of time-varying liquidity constraints.

² Arsene, M. F., & Guy-Paulin, D. D. (2013). An econometric analysis of the nexus between credit to the private sector, inflation and economic growth: Case of Cameroon.

³ Nikola Tasic & Neven Valev, 2008. "The Maturity Structure of Bank Credit: Determinants and Effects on Economic Growth," Working papers 13, National Bank of Serbia.

I. Ўзбекистонда ажратилган кредитларнинг муддатлари бўйича тақсимланиши

1.1. 2018-2025 йилларда кредит қўйилмалари қолдиғи (stock) ҳолати.

2018-2025 йилларда Ўзбекистонда миллий валютадаги умумий кредит қўйилмалари қолдиғи (ипотека кредитларисиз) сезиларли даражада ўсган — агар 2018 йилда у тахминан **32 трлн сўм**ни ташкил этган бўлса, 2025 йил июнь ойига келиб бу кўрсаткич **260 трлн сўмга** етди. Кредитлаш суръатларининг жадал ўсиши билан бирга, кредитлар таркибида муддат жиҳатидан **қисқа муддатли қарзлардан узоқ муддатли қарзларга** силжиш кузатилган. Хусусан:

- **Қисқа муддатли кредитлар (1 йилгача) улушининг қисқариши.** 2018 йилда 1 йилгача бўлган кредитлар умумий кредит қўйилмалари қолдиғининг тахминан **12 фоизини** ташкил этган бўлса, 2024 йилга келиб, номинал ҳажмда ўсиш кузатилганига қарамай, бу кўрсаткич **5 фоизгача** тушди.

2025 йилда эса қисқа муддатли кредитлар улушида сезиларли ошиш (июнь ойида 7,8%) қайд этилган бўлиб, бу ҳолат мавсумий ёки операцион хусусиятга эга — масалан, айрим тармоқларда вақтинчалик ликвидлик эҳтиёжи ортган бўлиши мумкин.

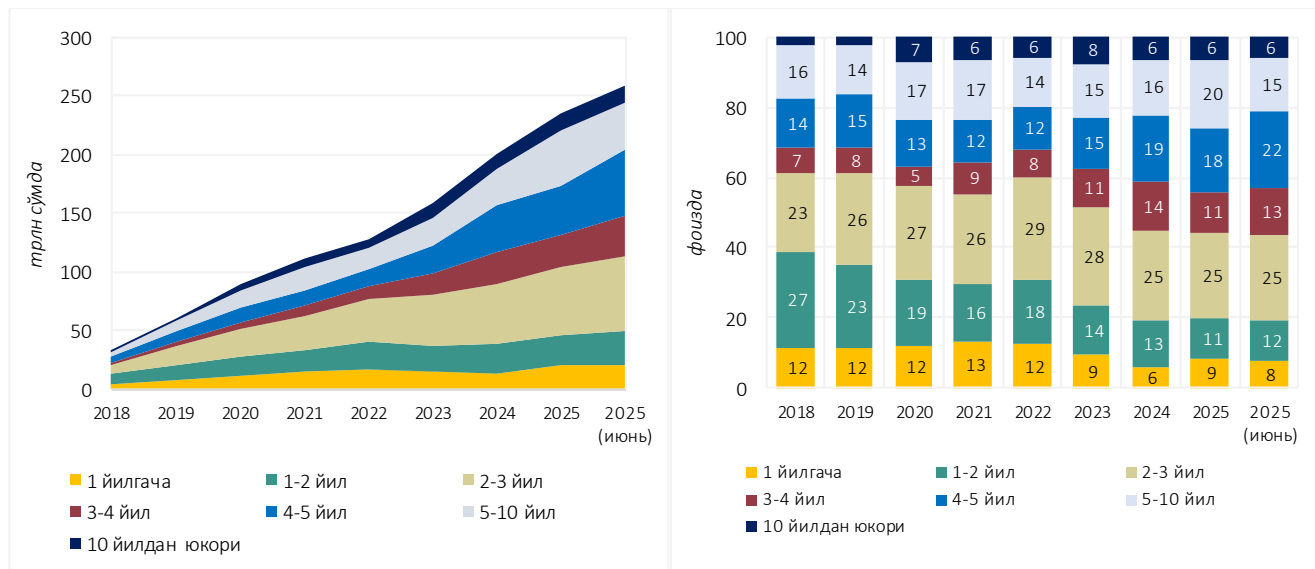
- **2-5 йиллик кредитлар сегменти жадал ўсмоқда.** Айниқса, **2-3 йиллик** кредитлар энг тез ўсувчи сегментга айланди: агар 2018 йилда бу турдаги кредитлар 7,4 трлн сўмни (23%) ташкил этган бўлса, 2025 йил июнь ҳолатига келиб 63,6 трлн сўмга (24,5%) етди. Шунингдек, **3-4 ва 4-5 йиллик** кредитлар умумий ҳисобда 15 баробарга ўсган — 2018 йилдаги 6,8 трлн сўмдан 2025 йил июнида **90,4 трлн сўмгача**.

Ўрта муддатли кредитлаш **асосий молиялаштириш воситасига** айланмоқда. Бу ҳолат хусусий ва корпоратив секторда инвестиция фаоллигининг ошганлигини кўрсатиши мумкин.

- **5 йил ва ундан юқори бўлган кредитларда сезиларли силжиш кузатилмоқда.** Агар 2018 йилда **5-10 йил ва 10 йилдан юқори** муддатли кредитларнинг жами кредитлардаги улуши 18 фоиз атрофида бўлган бўлса, 2025 йил июнь ҳолатига келиб, бу кўрсаткич **21 фоизга** етди. Ушбу сегментдаги кредитлар ҳажми 5,7 трлн сўмдан **55,3 трлн сўмгача** ўсди. Айниқса, **5-10 йиллик** кредитлар гуруҳида деярли 10 баробарлик ўсиш кузатилган — 5,1 трлн сўмдан **39,9 трлн сўмгача**.

Узоқ муддатли кредитлашнинг барқарор ривожланиши, айниқса, инвестицияга йўналтирилган соҳалар (масалан, саноат ва қурилиш)да, молиявий тизимга бўлган ишончнинг ошганини ва корхоналарнинг инвестиция режаларидаги муддатнинг узаяётганини кўрсатади.

1-чизма. 2018-2025 йилларда миллий валютадаги кредит қўймалари қолдиғининг муддатлар бўйича тақсимооти



Манба: Марказий банк

*ипотека кредитлари ҳисобга олинмаган

Умуман олганда, кредитлар таркиби қисқа муддатлардан **2-5 йиллик** оралиққа силжиди ва бу сегмент ҳозирда умумий кредит портфелининг деярли **60 фоизини** ташкил этмоқда.

Маълумот учун: Ривожланган иқтисодиётларда муддати 5 йилдан узоқ бўлган кредитларнинг жами портфелдаги ўртача улуши **30** фоизни ташкил қилса, ривожланаётган мамлакатларда мазкур кўрсаткич **18** фоизга тўғри келади.

Аксинча, ривожланаётган мамлакатларда **қисқа муддатли** (бир йилгача) кредитларнинг улуши **50** фоиздан ошса, ривожланган иқтисодиётларда қисқа муддатли кредитларнинг улуши ўртача **40** фоизни ташкил этади.

Ўрта муддатли (2 ва 5 йил ўртасида) кредитларнинг улуши ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларда мос равишда **28** ва **32** фоизни ташкил қилади⁴.

1-илова

2018-2025 йилларда миллий валютада ўртача ойлик ажратилган (flow) кредитларнинг (ипотекасиз) муддатлар бўйича тақсимооти таҳлили

Қисқа муддатли кредитлар ҳажми номинал жиҳатдан ўсган бўлсада (2019 йилдаги ўртача ойлик 1,8 трлн сўмдан 2025 йилнинг 5 ойи ҳолатига кўра 3,8 трлн сўмгача), уларнинг улуши умумий кредитлаш таркибида қисқармоқда.

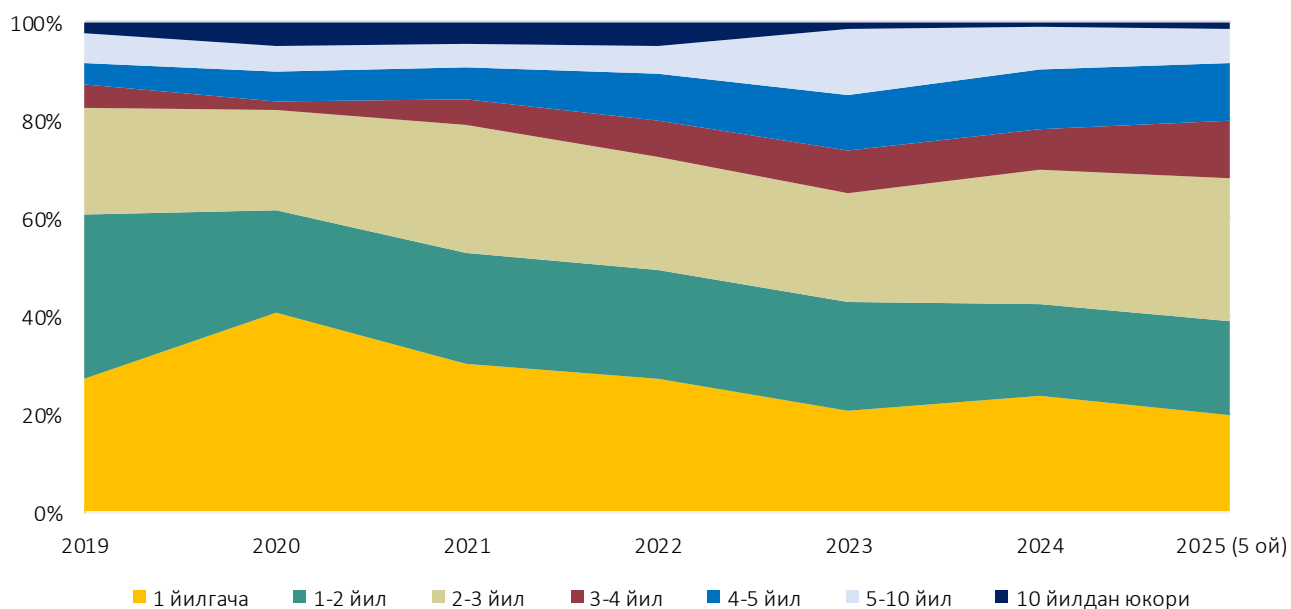
⁴ Nikola Tasic & Neven Valev, 2008. "The Maturity Structure of Bank Credit: Determinants and Effects on Economic Growth," Working papers 13, National Bank of Serbia.

2-5 йиллик кредитлар сегменти жадал ўсмоқда. Агар 2019 йилда бу тоифа бўйича ўртача ойлик ажратилган кредитлар ҳажми 2,0 трлн сўмни ташкил этган бўлса, 2025 йилда **10,2 трлн** сўмга етган (5 баробарлик ўсиш). Бу эса ўрта муддатли кредитлар тобора асосий молиялаштириш воситасига айланаётганини кўрсатади.

Узоқ муддатли кредитлар (5 йил ва ундан юқори) барқарор ўсишни намоён қилмоқда. Жумладан, **5-10 йиллик** ажратилган кредитлар ҳажми 2019 йилдаги 0,4 трлн сўмдан 2025 йилда **1,3 трлн** сўмгача ошган. 10 йилдан юқори муддатли кредитлар эса паст даражада қолмоқда — **0,2-0,3 трлн** сўм атрофида, уларнинг улуши сезиларли ўзгармаган.

Шу билан бирга, асосий ўсиш **2-5 йиллик** ўрта муддатли кредитларга тўғри келмоқда — бу сегмент ҳозирда умумий кредитлаш ҳажмининг тахминан **60 фоизини** ташкил этмоқда.

1-чизма. 2018-2025 йилларда миллий валютада ўртача ойлик ажратилган кредитларнинг муддатлар бўйича тақсимоти, трлн сўмда



Манба: Марказий банк

*ипотека кредитлари ҳисобга олинмаган

Умумий таҳлилга кўра, ажратилаётган кредитлар ҳажмида ҳам қисқа муддатлардан узоқроқ муддатларга силжиш кузатилмоқда. Бу ҳолатни инвестицион фаолликнинг ошиши, инфляция шароитида кредит шартларини барқарор ва узоқроқ муддатларда сақлаб қолиш истаги ҳамда молиявий тизимга бўлган ишончнинг ортиши билан изоҳлаш мумкин.

1.2. Кредитларнинг муддатлари ва фоиз ставкалари

Жами кредитлар бўйича ўртача фоиз ставкаси таҳлил қилинаётган деярли барча давр (2018-2025 йй.) мобайнида 21-24 фоиз оралиғида шаклланган. 2024 йилда бу кўрсаткич 23,4 фоизгача пасайган бўлса, 2025 йил апрелида 22,8 фоизни ташкил этди.

1-жадвал. 2018-2025 йилларда миллий валютада ажратилган кредитларнинг муддатлари бўйича фоиз ставкалари

	2018 йил	2019 йил	2020 йил	2021 йил	2022 йил	2023 йил	2024 йил	2025 йил (апрель)
Жами кредитлар	21,8	24,8	18,8	20,8	22,3	24,0	23,4	22,8
Қисқа муддатли кредитлар	22,4	24,7	18,4	21,2	22,2	23,7	21,3	23,1
60 кунгача	21,7	24,3	19,5	21,7	23,3	24,8	23,9	24,3
61 кундан 90 кунгача	22,3	25,8	18,7	20,6	24,2	23,5	24,1	24,7
91 кундан 180 кунгача	21,7	25,5	17,0	21,3	19,5	24,5	24,0	23,8
181 кундан 365 кунгача	22,5	24,3	19,7	21,2	22,1	23,2	20,5	23,0
Узоқ муддатли кредитлар	21,5	25,1	19,1	20,5	22,4	24,2	24,4	22,7
1 йилдан 2 йилгача	21,6	24,8	19,6	21,4	23,0	24,0	23,5	23,5
2 йилдан 3 йилгача	23,2	27,6	20,1	22,7	23,4	25,1	26,5	24,6
3 йилдан 4 йилгача	23,3	24,4	19,4	20,8	24,8	25,8	23,8	21,6
4 йилдан 5 йилгача	19,0	21,0	19,0	21,5	22,9	27,1	26,6	24,7
5 йилдан 10 йилгача	19,7	20,0	18,3	19,0	22,6	24,2	24,4	21,9
10 йилдан юқори	18,2	18,5	17,2	17,2	17,8	18,1	19,5	19,4

Манба: Марказий банк

Қисқа муддатли кредитлар (1 йилгача) бўйича фоиз ставкалари асосан бозор ўртача ставкаси даражасида сақланган. 2020 йилда пандемия сабабли пасайиш, 2023 йилда эса жадал ўсиш кузатилди. 2025 йилда бу турдаги кредитлар бўйича ставка 23,1 фоизгача кўтарилган бўлиб, ўз навбатида, ликвидликка бўлган қисқа муддатли эҳтиёж билан изоҳланиши мумкин.

2-3 йиллик кредитлар энг юқори фоиз ставкаларига эга бўлган сегмент ҳисобланади — 2018 йилда 23,2 фоиз бўлган бўлса, 2024 йилда 26,5 фоизгача кўтарилган. Бу ҳолат, биринчи навбатда, **ушбу муддатли кредитларга бўлган талабнинг юқорилиги** билан изоҳлаш мумкин. Юқорида таъкидланганидек, 2-5 йиллик ўрта муддатли кредитлар ҳозирда умумий кредит портфелининг тахминан 60 фоизини ташкил этиб, улар бозордаги энг фаол сегментга айланган. Шунингдек, 3-5 йиллик кредитлар ҳам қарийб 25 фоиз атрофидаги фоиз ставкалари билан юқори фоизли сегмент сифатида сақланиб қолмоқда.

10 йил ва ундан юқори муддатли кредитлар таҳлил даври мобайнида энг паст фоиз ставкаларига эга бўлган — тахминан 17,0-19,5 фоиз атрофида. Бу ҳолат инвестицияга йўналтирилган соҳалар (қурилиш, саноат) учун узоқ муддатли кредитлашнинг устуворлиги, шунингдек, бу сегментдаги қарз олувчиларнинг молиявий барқарорлиги билан боғлиқ бўлиши мумкин.

Қисқа муддатли ва узоқ муддатли ставкалардаги фарқ

Қисқа муддатли кредитлар, одатда, юқори фоиз ставкаларида ажратилади. Бу, аввало, бундай кредитлар кредитор учун фойда жиҳатдан камроқ даромад келтириши ва қайтариш хавфи юқорироқ бўлиши билан изоҳланади.

*Хусусан, қисқа муддатли кредитлар, одатда, кам миқдорда берилади ва уларни қайтариш муддати қисқа бўлгани учун, фоиз ставкаси юқори бўлса-да, кредитор умумий ҳисобда нисбатан камроқ фоиз даромади олади. Аксинча, **узоқ муддатли** кредитларда фоиз ставкаси пастроқ бўлишига қарамасдан, тўловлар узоқ муддат давомида амалга оширилгани сабабли умумий фоиз тўлови анча юқори бўлади.*

Шунингдек, фоиз ставкаларига таъсир қилувчи муҳим омиллардан бири — қарзни қайтармаслик хавфи ҳисобланади. Қисқа муддатли кредитлар, одатда, осонроқ расмийлаштирилади (гаров талаб этилмайди), шу сабабли уларга аксар ҳолларда кредит тарихи ёки рейтинг даражаси паст бўлган қарз олувчилар мурожаат қилади. Бу эса умумий хавф даражасини оширади ва натижада фоиз ставкаси юқорироқ белгиланади.

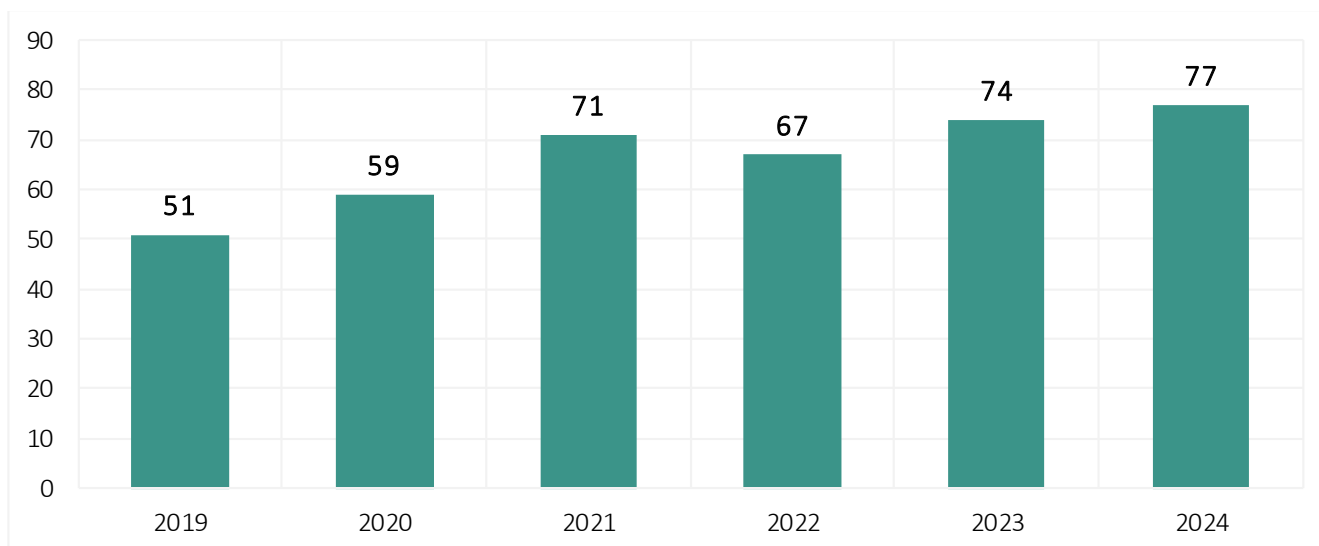
*Алоҳида мамлакатлар ўрганилганда, 2025 йил **май** ҳолатига кўра, **Қозоғистонда юридик шахсларга миллий валютада** ажратилган қисқа муддатли кредитлар (1 йилгача) бўйича фоиз ставкалари **18,9** фоизни, ўрта муддатли (1-5 йил) – **22,3** фоиз, узоқ муддатли (+5 йил) – **18,8** фоизни ташкил этган. **Жисмоний шахсларга** ажратилган кредитлар бўйича эса қуйидагича: 1 йилгача – **25,2** фоиз, 1-5 йил – **27,4** фоиз ҳамда +5 йил – **15,4** фоиз.*

***Қирғизистонда** - қисқа муддатли кредит фоиз ставкалари **19,1** фоизни, ўрта муддатли (1-3 йил) – **21,2** фоиз, узоқ муддатли (+3 йил) – **18,0** фоизни ташкил этган.*

***Россияда** (апрель ойи) **юридик шахсларга** ажратилган қисқа муддатли кредитлар (1 йилгача) бўйича фоиз ставкалари **22,7** фоизни, ўрта муддатли (1-3 йил) – **15,6** фоиз, узоқ муддатли (+3 йил) – **18,8** фоизни ташкил этган. **Жисмоний шахсларга** ажратилган кредитлар бўйича эса қуйидагича: 1 йилгача – **29,2** фоиз, 1-5 йил – **26,9** фоиз ҳамда +5 йил – **18,3** фоиз.*

Шу билан бирга, 2019-2024 йилларда тижорат банклари томонидан ажратилган кредитларнинг қайтувчанлиги даражасида сезиларли яхшиланиш қайд этилиб, бу кўрсаткич 2019 йилдаги **51** фоиздан 2024 йилда **77** фоизгача ошди (2-чизма).

2-чизма. 2019-2024 йилларда ажратилган кредитларнинг қайтувчанлик даражаси, *фоизда*



Манба: Марказий банк

II. Кредитлар муддатларининг инфляцияга тасири (эмперик таҳлил)

Ўзбекистонда кредитлар муддатларининг инфляцияга таъсири мавжудлигини аниқлаш мақсадида сабаб-натижа (Granger Causality) тести амалга оширилди. Бунда 2-жадвалдаги ўзгарувчилардан фойдаланилди.

2-жадвал. Granger Causality тести учун танланиб олинган ўзгарувчи кўрсаткичлар

№	Ўзгарувчан	Таснифи
Кредит ўзгариши кўрсаткичлари		
1	ONE	1 йилгача ажратилган кредитлар қолдиғининг ойлик ўзгариши
2	ONETOTWO	1-2 йилгача ажратилган кредитлар қолдиғининг ойлик ўзгариши
3	TWOTOTHREE	2-3 йилгача ажратилган кредитлар қолдиғининг ойлик ўзгариши
4	THREETOFOUR	3-4 йилгача ажратилган кредитлар қолдиғининг ойлик ўзгариши
5	FOURTOFIVE	4-5 йилгача ажратилган кредитлар қолдиғининг ойлик ўзгариши
6	FIVETOTEN	5-10 йилгача ажратилган кредитлар қолдиғининг ойлик ўзгариши
7	TEN	10 йилдан юқори ажратилган кредитлар қолдиғининг ойлик ўзгариши
Инфляция кўрсаткичлари		
8	INF	Умумий ойлик инфляция
9	INF_NET	Умумий ойлик инфляция (2024 ва 2025 йиллардаги энергия нархлари оширилиши инobatга олинмаган)

№	Ўзгарувчан	Таснифи
10	FOOD	Озиқ-овқат ойлик инфляцияси
11	NFOOD	Ноозиқ-овқат ойлик инфляцияси
12	SERV	Хизматлар ойлик инфляцияси
13	BASE_INF	Базавий ойлик инфляция

Таъкидлаш жоизки, Granger тестида ўзгарувчи сифатида ажратилган кредит ҳажмлари (flow) эмас, балки қолдиқ (stock) ўзгаришини танлашнинг асосий сабаби шундаки, қолдиқ кўрсаткичлар иқтисодиётдаги умумий кредитлаш фаолиятини ҳамда муайян вақтдаги қарз юкини яхшироқ акс эттиради. Яъни, қолдиқлар иқтисодиётда фаол муомалада бўлган кредит ресурслар миқдорини ифодалайди.

Ойлик маълумотлар асосида турли кредитлаш муддатлари ва инфляция таркибий қисмлари (умумий, базавий, озиқ-овқат, ноозиқ-овқат ва хизматлар инфляцияси) бўйича Granger Causality тести ўтказилганда, ҳам “кредитлар → инфляция”, ҳам “инфляция → кредитлар” йўналишларида муҳим ўзаро боғлиқликлар аниқланди. Бунда лаг (таъсир кечикиши) қийматларига, яъни бир кўрсаткичнинг иккинчисига таъсири қанча вақтдан сўнг намоён бўлиши ҳам баҳоланди. Тест натижаларига кўра:

2.1. Қисқа муддатли кредитлар (1 йилгача).

1 йилгача ажратилган кредитлар қолдиғининг ойлик ўзгариши кўрсаткичи қуйидаги инфляция турларига статистик жиҳатдан аҳамиятли таъсир кўрсатиши аниқланди:

– умумий инфляцияга (лаг = 1 ой, $p = 0,006$);

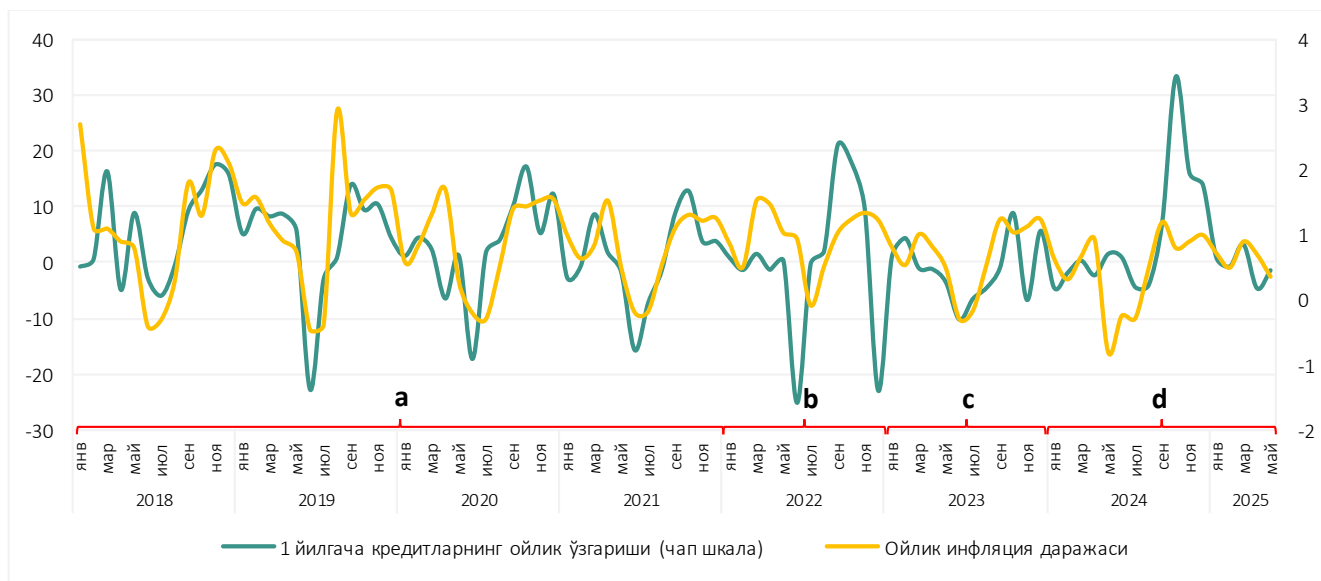
– энергия ресурслари нархлари ошишини ҳисобга олмаган ҳолдаги умумий инфляцияга (лаг = 1 ой, $p = 0,003$);

– озиқ-овқат инфляциясига (лаг = 1 ой, $p = 0,008$).

Шунингдек, **тескари боғлиқлик** – инфляция кўрсаткичлари 2 ойдан 5 ойгача кечикиш билан қисқа муддатли кредитларга таъсири ҳам аниқланган. Қисқа муддатли кредитлаш ва инфляция ўртасида барқарор икки томонлама, айниқса **озиқ-овқат ва ноозиқ-овқат инфляция каналлари** орқали боғлиқлик мавжуд.

Кредитлаш ҳажмлари ва инфляция ўртасида икки томонлама боғлиқлик реал иқтисодиёт ва нархлар ўртасида ўзаро ва эндоген занжири мавжудлигини кўрсатмоқда. Бир томондан, кредитлаш инфляциянинг ўсишига тўртки бўлса, иккинчи томондан эса инфляциянинг ўзи кредит бозорига таъсир кўрсатади. Жумладан, инфляция даражаси ошганда аҳоли ва бизнес субъектлари томонидан кредитга бўлган талаб ҳамда инфляцион кутилмаларда ўзгаришлар кузатилади.

3-чизма. 2018-2025 йилларда ойлик инфляция ва 1 йилгача бўлган кредит қўйилмалари қолдиғининг ойлик ўзгариши динамикаси, *фоизда*



Манба: Статистика қўмитаси, Марказий банк маълумотлари ва ҳисоб-китоблари

Ўз навбатида, юқоридаги графикда (3-чизма) 1 йилгача бўлган кредитлар қолдиғининг ойлик ўзгариши ва ойлик инфляция ўртасида (2024 ва 2025 йиллардаги энергия нархлари оширилиши инобатга олинмаган) муайян боғлиқликлар мавжудлигини кўрсатмоқда.

Бироқ, таъкидлаш жоизки, бу боғлиқлик бутун даврда (2018-2025 йй.) бир хил эмас. Даврлар бўйича батафсил таҳлил натижасида бир нечта муҳим тенденциялар ва хусусиятлар аниқланди. Хусусан,

а) 2018-2021 йиллар. Кредитлаш суръатлари ва инфляция ўртасида муайян даражадаги синхрон ҳаракатланиш ҳолатлари кузатилган. Хусусан, кредитлаш ҳажми ошганидан сўнг инфляция даражасининг ҳам ўсиши қайд этилган.

б) 2022 йил: Айрим ойлarda кредитлаш ҳажмидаги ўзгаришларга инфляция деярли жавоб бермаган, яъни “нейтрал фазалар” кузатилган. Бу ҳолат нафақат пул-кредит сиёсати самарадорлигининг ошгани, балки қўшимча омиллар таъсирини, жумладан, пандемиядан кейинги даврда истеъмол таркибининг ўзгариши ҳамда кредитларнинг инфляцияга нисбатан камроқ таъсирчан соҳаларга қайта тақсимлаш тенденцияси билан ҳам изоҳланиши мумкин.

с) 2023 йил: Боғлиқлик заифлашган. Инфляция кўп ҳолларда қисқа муддатли кредитлаш ҳажмидаги ўзгаришларга реакция билдирмаган. 2023 йилнинг ўртасида (жумладан, июнь-август ойларида) кредитлаш суръатлари пасайган ҳолатларда ҳам инфляциянинг ўсиши кузатилган. Бу эса инфляцияга таъсир этувчи эҳтимолий экзоген омилларни (масалан, мавсумий ёки валюта шоклари) кўрсатиши мумкин.

d) **2024-2025 йиллар.** 2024 йил январь – 2025 йил май ойлари орасида кредитлаш ва инфляция ўртасидаги боғлиқлик барқарор бўлмагани кузатилган.

- **2024 йил январь – август:** Ушбу даврда кредитлаш динамикаси ва инфляция ўртасидаги боғлиқлик сусайган. Айрим ойларда кредитлаш ҳажми камайган бўлса-да, инфляция ўсгани кузатилган. Яна бир аномал ҳолат – май ойида қисқа муддатли кредитлар қолдиғи **1,5 фоизга** ошган бир пайтда, соф инфляция – энергия нархлари оширилиши таъсирисиз **-0,8 фоизни** ташкил этган.

- **2024 йил сентябрь – декабрь:** Ушбу даврда боғлиқлик тикланди — айниқса, октябрь ойида қисқа муддатли кредитлар қолдиғи **33,3 фоизга** ошиши ортидан инфляциянинг ўртача даражада ўсиши (1,2%) кузатилди. Бу ҳолат мавсумий талаб ва ташқи шокларнинг пасайиши билан изоҳланиши мумкин.

- **2025 йил январь – май:** Боғлиқлик яна сусайди. Масалан, март ойида кредитлар **3,3 фоизга** ошган бўлса-да, инфляция **0,9 фоиз** атрофида бўлиб қолди. Ёки май ойида 1 йилгача бўлган кредит қўйилмалари қолдиғи **-1,4 фоизга** пасайган бўлса-да, инфляция — энергия нархлари оширилиши таъсирисиз ҳисоблаганда — **0,4 фоизни** ташкил қилган (*расмий инфляция даражаси 1,5 фоиз бўлган*).

2.2. Ўрта муддатли кредитлар (1-2 йил).

1-2 йилгача бўлган кредитлар қўйидаги инфляция турларига статистик жиҳатдан аҳамиятли таъсир кўрсатиши аниқланди:

– умумий инфляцияга (лаг = 10 ой, $p = 0,000$);

– энергия ресурслари нархлари ошишини ҳисобга олмаган ҳолдаги умумий инфляцияга (лаг = 10 ой, $p = 0,003$);

– озиқ-овқат инфляциясига (лаг = 2 ой, $p = 0,002$);

– ноозиқ-овқат инфляциясига (лаг = 11 ой, $p = 0,027$).

Тескари йўналишда ҳам ушбу инфляция компонентлари билан боғлиқлик кузатилган, бироқ нисбатан қисқа кечикиш (лаг) даврларида — 3 ойдан 4 ойгача.

1-2 йиллик кредитларнинг инфляцияга таъсири сезиларли кечиккан эффектга эга (10 ойгача), бу эса кечиктирилган истеъмол ёки инвестицион талаб канали орқали таъсир механизмидан далолат бериши ёки ҳақиқий боғлиқлик мавжуд бўлмаслиги мумкинлигини кўрсатади.

2.3. 2-4 йиллик кредитлар.

Ушбу турдаги кредитларнинг инфляцияга таъсир кўрсатиши статистик жиҳатдан аҳамиятсиз. Бироқ, ноозиқ-овқат инфляциясининг 3-4 йиллик кредитларга таъсири (лаг = 8 ой, $p = 0,007$) аниқланган бўлиб, бу эса ноозиқ-овқат секторидаги инфляцион кутилмаларга мос равишда узоқ муддатли кредит сиёсатида коррекция эҳтимолини кўрсатади.

Умуман олганда, инфляция ва ушбу турдаги кредитлар ўртасида трансмиссия механизмининг кузатилмаётгани инфляцияга нисбатан ҳимоя, яъни инфляцион буфер таъсири билан изоҳланиши мумкин.

2.4. 4-5 йиллик кредитлар.

Ушбу муддатдаги кредитлар қуйидаги инфляция турларига таъсир кўрсатиши аниқланган:

- умумий инфляцияга (лаг = 6 ой, $p = 0,042$),
- хизматлар инфляциясига (лаг = 12, $p = 0,000$),
- ноозиқ-овқат инфляциясига (лаг = 5, $p = 0,036$).

Шунингдек, ноозиқ-овқат инфляциясининг 4-5 йиллик кредитларга тескари таъсири ҳам қайд этилган (лаг = 2, $p = 0,034$).

4-5 йиллик кредитлар инфляцияга кечиккан, бироқ барқарор таъсир кўрсатади, айниқса хизматлар соҳасида. Бу эса узоқ муддатли хизматлар соҳасидаги лойиҳаларга инвестицияларни акс эттириши мумкин.

2.5. Узоқ муддатли кредитлар (5-10 йил).

Узоқ муддатли кредитлар қуйидаги инфляция кўрсаткичларига таъсир қилади:

- озиқ-овқат инфляциясига (лаг = 6, $p = 0,032$),
- хизматлар инфляциясига (лаг = 12, $p = 0,008$),
- базавий инфляцияга (лаг = 2, $p = 0,041$).

Шунингдек, ноозиқ-овқат инфляциясидан бу турдаги кредитларга кучли тескари таъсир аниқланган (лаг = 1, $p = 0,003$).

5-10 йиллик кредитлар базавий инфляциянинг шаклланишида муҳим роль ўйнаши мумкин ҳамда хизматлар соҳасида узоқ муддатли инфляцион босим манбаи бўлиши эҳтимолдан холи эмас.

Хулосалар

Granger Causality тести натижаларига кўра, қисқа муддатли (1 йилгача) ва 1-2 йиллик кредитлар инфляция ўсишига статистик жиҳатдан сезиларли даражада таъсир кўрсатмоқда, яъни улар инфляцион жараёнларни рағбатлантирувчи омил сифатида намоён бўлмоқда. Бироқ 2-4 йиллик кредитлар сегментида бундай боғлиқлик аниқланмаган (умумий кредит портфелида улуши 38%). Биринчи қарашда бу парадоксал кўринади – ушбу муддат интервали иқтисодий мантиқий нуқтаи назардан ҳам нархларга таъсир қилиш эҳтимоли мавжуд бўлган тоифага киради. Аммо бир қатор омиллар айнан ушбу сегментда статистик жиҳатдан аҳамиятли таъсир кузатилмаганини изоҳлаши мумкин.

Биринчидан, 2-4 йиллик кредитлар кўп ҳолларда қисқа ва узоқ муддатли молиялаштириш ўртасидаги ўтиш сегментини ташкил этади. Бундай кредитлар кўпинча истеъмол ёки фавқулдда харидлар учун эмас, балки кечиктирилган натижага эга инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш (*масалан, ишлаб чиқаришни модернизация қилиш, янги линияларни ишга тушириш*) учун ажратилади. Шу сабабли, уларнинг иқтисодий таъсири, жумладан, инфляцияга таъсири ҳам, сезиларли вақт кечикиши билан намоён бўлади, яъни Granger таҳлилида қўлланилган диапазон (12 ой) доирасидан ташқарида бўлиши мумкин.

Иккинчидан, маълумотларни агрегатлаш ва гуруҳлаш муаммоси мавжуд. 2-3 йил ва 3-4 йиллик муддатлар бир тоифа сифатида гуруҳланганда, маълумотлардаги юқори ва паст нуқталар ўртача кўрсаткичлар орқали «ювилиб кетади», бу эса статистик таъсирни камайтириши ёки йўқ қилиши мумкин. Бундай чегаравий муддатлар модель тузилиши ва лаг танловига сезгир бўлади, шу боис модель параметрларидаги кичик ўзгаришлар натижаларга таъсир кўрсатиши мумкин.

Учинчидан, ушбу сегментдаги кредит олиш ва сарфлашдаги хусусиятларни ҳам ҳисобга олиш лозим. Масалан, 2-4 йиллик кредитлар инфляцияга тўғридан-тўғри ва тез таъсир қилмайдиган мақсадларга (*масалан, қайта молиялаштириш, айланма маблағларни тўлдириш*) йўналтирилиши ҳам мумкин.

Умуман олганда, Granger боғлиқлигининг мавжуд эмаслиги — бу иқтисодий аҳамиятнинг йўқлигини англатмайди. Балки бу натижа танланган горизонт ва модель хусуситлари бундай таъсирни аниқлаш учун оптимал эмаслигини англатиши мумкин.

Хулоса қилиб айтганда, олинган натижалар 2-4 йиллик кредитлар инфляцияга таъсир қилмайди, деб эмас, балки уларнинг таъсири кечиктирилган ва эҳтимол, билвосита тусга эга эканини кўрсатиши мумкин. Бу эса ушбу таъсирни баҳолашда кенгроқ вақт доираси ва мураккаброқ моделлар талаб этилишини англатади.

Мазкур хулосалардан келиб чиқиб, инфляцияни самарали тарзда бошқариш ва иқтисодий ўсишни рағбатлантириш учун кредит сиёсатининг муддатлар тузилишига йўналтирилган ёндашувни шакллантириш бўйича қўшимча ўрганишлар олиб бориш зарур.

ИЛОВАЛАР

1-жадвал

Granger Causality тест натижалари

	Таъсир этувчи кўрсаткич	Мақсадли кўрсаткич	Лаг, ойларда	P-value фоизда
1	ONE	INF	1	0,01
2	INF	ONE	2	0,03
3	ONE	INF_NET	1	0,00
4	INF_NET	ONE	2	0,03
5	ONE	FOOD	1	0,01
6	FOOD	ONE	2	0,02
7	ONE	NFOOD	12	0,05
8	SERV	ONE	5	0,02
9	ONETOTWO	INF	10	0,00
10	INF	ONETOTWO	4	0,01
11	ONETOTWO	INF_NET	10	0,00
12	INF_NET	ONETOTWO	4	0,00
13	ONETOTWO	FOOD	2	0,00
14	FOOD	ONETOTWO	4	0,01
15	ONETOTWO	NFOOD	11	0,03
16	BASE_INF	ONETOTWO	4	0,03
17	NFOOD	THREETOFOUR	8	0,01
18	FOURTOFIVE	INF	6	0,04
19	FOURTOFIVE	NFOOD	5	0,04
20	NFOOD	FOURTOFIVE	2	0,03
21	FOURTOFIVE	SERV	12	0,00
22	FIVETOTEN	FOOD	6	0,03
23	NFOOD	FIVETOTEN	1	0,00
24	FIVETOTEN	SERV	12	0,01
25	BASE_INF	FIVETOTEN	1	0,04

**дастлаб Granger Causality тестидаги нолинчи гипотезада эмаслиги кўрсатиб ўтилса, эҳтимоллик қиймати (p-value) 5 фоиздан паст бўлганда муқобил гипотеза қабул қилиниб, биринчи ўзгарувчининг иккинчи ўзгарувчига таъсири мавжудлиги қайд этилади.*

***жадвалга фақат эҳтимоллик қиймати 5 фоиздан паст бўлган ҳолатлар киритилди.*