

Марказий банк асосий ставкаси ўзгаришининг иқтисодиётга таъсири тўғрисида маълумот

Мамлакатда шаклланаётган инфляцион жараён ва кутилмаларга жавобан Марказий банк асосий ставка даражасига ўзгартириш киритиш бўйича қарор қабул қилади. Бунда асосий ставка даражасининг ўзгариши иқтисодиётга бир-неча босқичда ўз таъсирини ўтказади.



I босқич: Банклараро пул бозорига таъсири.

Пул-кредит сиёсати трансмиссион механизмининг биринчи бўғини асосий ставка ўзгаришининг банклараро пул бозорига таъсири ҳисобланади.

Марказий банк инфляция прогнозлари ва кутилмаларини ҳисобга олиб керакли пул-кредит шароитларини таъминлаш мақсадида асосий ставкани ўзгартириш орқали пулнинг (*қисқа муддатли хатарсиз ресурсларнинг*) нархини белгилайди.

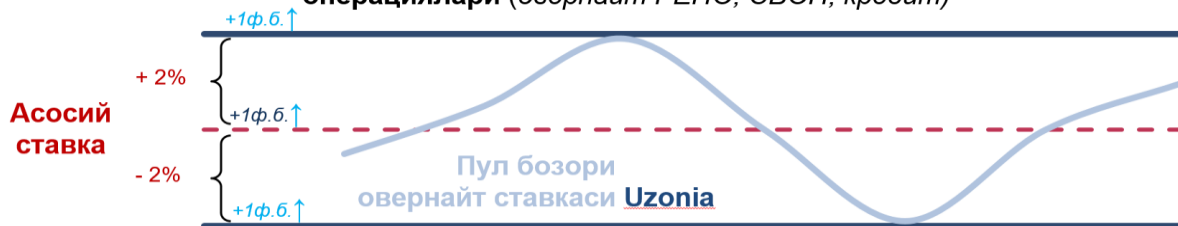
Пул бозорида қисқа муддатли хатарсиз ресурслар нархини асосий ставка даражасида бўлишини таъминлаш пул-кредит сиёсатининг операцион мақсади ҳисобланади.

Асосий ставка белгилангандан сўнг Марказий банк тижорат банклари билан пул-кредит операцияларини фаол амалга ошириш орқали банклараро пул бозорида қисқа муддатли хатарсиз ресурслар нархи – **UZONIA**ни асосий ставка даражасида шаклланишини таъминлайди.

“UZONIA” (Uzbek Overnight Index Average) – банклараро пул бозорида тижорат банклари ўртасида давлат қимматли қоғозлари билан миллий валютада овернайт шартларда амалга оширилган РЕПО операциялари бўйича ўртача фоиз ставкаси.

Бунда асосий ставка даражасининг 1 фоиз бандга оширилиши Марказий банк фоиз коридорининг юқори ва қуйи чегарасини автоматик тарзда 1 фоиз бандга оширади.

Фоиз коридорининг юқори чегараси: доимий тусдаги ликвидликни тақдим этиш операциялари (овернайт РЕПО, СВОП, кредит)



Фоиз коридорининг қуйи чегараси: доимий тусдаги ликвидликни жалб этиш операциялари (овернайт депозит)

Марказий банкнинг асосий ставка даражасида, чекланмаган миқдорда амалга ошириладиган ликвидликни жалб қилиш бўйича асосий операцияси орқали банклараро пул бозори фоиз ставкаси – **UZONIAN** асосий ставкага яқин даражада шаклланишини таъминлайди.

Марказий банкнинг ликвидлик тақдим этиш ва жалб қилиш бўйича овернайт операциялари орқали эса **UZONIAN** Марказий банк фоиз коридори доирасида шаклланиши таъминланади. Исталган вақтда Марказий банкдан фоиз коридорининг юқори чегарасида ликвидлик олиш (РЕПО, кредит) ҳамда фоиз коридорининг қуйи чегарасида унга ликвидлик жойлаштириш (депозит) имконияти тижорат банкларининг банклараро пул бозоридаги овернайт операцияларни фоиз коридори доирасида амалга оширишларини таъминлайди.

Бунда, асосий ставка 1 фоиз бандга оширилиши пул бозоридаги барча қисқа муддатли ресурслар нархига, банк тизими ликвидлиги ҳолатидан келиб чиқиб, 0,8 – 1 фоиз бандлик ўсувчи таъсир қилади.

UZONIAN асосий ставка даражасида шаклланишини таъминлаш мақсадида Марказий банк июнь ойида 1 ҳафталик депозит аукционлари билан кунлик ўртача 7,8 трлн сўм ҳажмдаги ликвидликни пул бозоридан жалб қилган.

Шунингдек, Марказий банкнинг овернайт депозитлари орқали июнь ойида кунлик ўртача 4,2 трлн сўм ҳажмдаги ликвидлик жалб қилиниб, пул бозори ставкаларини фоиз коридорининг қуйи чегарасидан юқори даражада шаклланиши таъминланган.

Натижада, июнь ойида пул бозорида тижорат банклари томонидан кунлик ўртача 3,2 трлн сўмлик овернайт операциялари (шундан 772 млрд овернайт депозит) амалга оширилиб, UZONIA ставкаси Марказий банк фоиз коридори доирасида, асосий ставкадан паст, 12,8 фоиз даражада шаклланди. UZONIA ставкасини асосий ставкадан пастроқ даражада шаклланиши банк тизимида ликвидлик даражасининг юқори бўлгани билан изоҳланади.

Марказий банк томонидан пул бозоридаги ликвидлик профицитининг фоиз ставкалар ва инфляцияга салбий таъсирини олдини олиш мақсадида асосий ва кунлик пул-кредит операцияларидан ташқари **Марказий банк облигациялари** ҳам муомалага чиқарилди.

Хусусан, йил бошидан 22 трлн сўмлик Марказий банк облигациялари муомалага чиқарилиб, 1 июль ҳолатига уларнинг қолдиғи 7,5 трлн сўмни ташкил этди.

Пул бозорида қисқа муддатли пулнинг нархи ошиши, ўз навбатида, узоқ муддатли ресурслар нархи ошишига олиб келади. Жумладан, **давлат қимматли қоғозлари (ДҚҚ)** орқали бюджетга ресурс жалб қилишни қимматлаштириб, давлат харажатларини мақбуллаштиришга туртки беради.

Жорий йил бошидан 21,5 трлн сўмлик ДҚҚ муомалага чиқарилган бўлиб, 1 июль ҳолатига уларнинг қолдиғи 45,1 трлн сўмни ташкил этди. Июнь ойида ДҚҚ даромадлилик даражаси 15 фоизни ташкил этди.

Асосий ставка ўзгариши ликвидлик жалб этиш операциялари билан бир қаторда ликвидлик тақдим этиш операцияларига ҳам таъсирга эга.

Марказий банк фоиз коридорининг юқори чегарасида тижорат банкларига чекланмаган миқдорда овернайт шартларида РЕПО, СВОП ҳамда кредит операциялари орқали ликвидлик тақдим этади. Сўнгги ойларда банк тизимидаги ликвидлик профицитда шаклланганлиги сабабли Марказий банкнинг ликвидлик тақдим этиш операцияларига талаб кам бўлди.

Хусусан, июнь ойида овернайт РЕПО орқали ўртача кунлик 25 млрд сўм ва овернайт кредит орқали 50 млрд сўм ликвидлик тақдим этилган.

Бундан ташқари, Марказий банкнинг кун давомидаги фоизсиз кредит инструменти орқали тижорат банкларига кун давомидаги тўлов узлуксизлигини таъминлаш мақсадида ўртача кунлик 1,2 трлн сўм ликвидлик тақдим этилган.

II босқич: Депозит ва кредит бозорига таъсири.

Пул-кредит сиёсати трансмиссион механизмининг навбатдаги босқичи асосий ставка ўзгаришининг банклар депозит ва кредитлари бўйича фоиз ставкаларининг шаклланишига таъсири ҳисобланади.

Масалан, асосий ставка оширилганда банклараро пул бозорида қисқа муддатли ресурслар нархини кўтарса, қисқа муддатли ресурслар нархи ошиши, ўз навбатида, узоқ муддатли ресурслар нархига таъсир кўрсатади. Натижада, узоқ муддатли ресурслар фоизлари ва унга муқобил бўлган аҳоли депозитларига бўлган талаб ошади.

Ушбу вазиятда молия бозоридаги рақобат туфайли миллий валютадаги муддатли депозитлар бўйича фоиз ставкалар ошади ҳамда иқтисодиётда истеъмолдан кўра жамғариш жозибадорлиги яхшиланади ва истеъмол талаби камаяди.

Хусусан, июнь ойида аҳолининг миллий валютадаги муддатли депозитлари бўйича ўртача фоиз ставкаси 21,4 фоизни ташкил этиб, 1 июль ҳолатига уларнинг қолдиғи 64,3 трлн сўмни ташкил этди. Шунингдек, юридик шахсларнинг миллий валютадаги муддатли депозитлари фоизлари ўртача 17,9 фоизни ташкил этиб, уларнинг қолдиғи 25 трлн сўмга етди.

Депозитлар фоиз ставкалари ошиши ўз навбатида кредит учун ресурсларни қимматлаштириб, кредит фоиз ставкаларини кўтарилишига олиб келади.

Кредит фоизлари ошиши аҳоли ва тадбиркорларни қарз ҳисобига харажатларини оширишини секинлаштиради ва натижада харажатлар камаяди.

Жумладан, 2025 йилнинг январь-апрель ойларида миллий валютадаги жами кредитлар бўйича фоиз ставкалар пасаявчи трендда шаклланиб (йил бошига нисбатан 0,7 фоиз бандга камайган), 22,8 фоизни ташкил этган бўлса, июнь ойига келиб ўртача фоиз ставкалар 23,2 фоизга қадар ўсди.

Бунда, аҳолига ажратилган кредитлар бўйича фоиз ставка апрель ойига нисбатан 1,1 фоиз бандга ўсиб, 23,7 фоизни ташкил этган бўлса, тадбиркорлик субъектларига ажратилган кредитлар бўйича фоиз ставкалар қарийб ўзгармаган.

Бугунги кунда пул-кредит сиёсати қарорларини депозит ва кредит бозорларига трансмиссияси нисбатан чекланган бўлиб, бунга қуйидаги омиллар:

- депозит ва кредит бозорларида банк маҳсулотлари фоизларини асосий ставка ёки UZONIAга боғлаш амалиёти кенг тарқалмаганлиги ҳисобига асосий ставканинг оширилиши фақатгина янги кредитлар фоиз ставкалари шаклланишига таъсир қилиб, банклар томонидан аввал ажратилган кредитлар бўйича фоиз ставкаларга таъсир кўрсатмаслиги;

- кредитлашда долларлашув даражаси юқори бўлиши;

- инфляцион кутилмаларнинг инфляция прогнозларидан юқори бўлиши;

- молиявий норматив ва талаблар енгиллаштирилиши орқали иқтисодийнинг молиявий эркинлаштирилиши (*financial liberalization*) ҳамда банк соҳасида янги технология ва замонавий ёндашувларни қўлланилиши (*financial innovation*) ҳисобига молиявий оммабоплик ошиши жараёнлари давомида фоиз каналлари таъсири сусайиши сабаб бўлмоқда.

III босқич: Инфляцион кутилмаларга таъсири.

Асосий ставканинг ошиши иқтисодиётдаги инфляцион кутилмаларга пасайтирувчи таъсир кўрсатади. Хусусан, асосий ставка оширилса аҳоли ва бизнес Марказий банкнинг инфляцияни пасайтиришга қаратилган қадамни кўриб бу борадаги кутилмаларини мос равишда ўзгартиради. Бунда аҳоли ўз даромадларини истеъмол ҳамда жамғарма ўртасида тақсимлашда, тадбиркорлар эса инвестиция, қарз ҳамда ишлаб чиқариш жараёнлари борасидаги қарорларини қабул қилишда фойдаланадилар.

Бу ўз навбатида, аҳоли ва бизнеснинг кутилмаларини ўзгартириш орқали ялпи талаб ва инфляцияга таъсир кўрсатади.

Таъкидлаш жоизки, асосий ставканинг инфляцион кутилмаларга билвосита таъсир кўрсатиши учун иқтисодий агентларнинг Марказий банкка ишончи юқори бўлиши керак. Шундагина, кутилмалар жиловланиши ва иқтисодиётда қўшимча талаб омилларини камайишига эришиш мумкин.

Кўпгина иқтисодиётларда молия бозорлари, уй-хўжаликлари ва бизнес вакиллари пул-кредит сиёсати ҳисоботлари ва баёнотларини доимий равишда кузатиб бормайди. Шу ўринда, асосий ставканинг оширилиши иқтисодиётда пул-кредит шароитлари қатъийлашаётганини иқтисодиёт вакиллари томонидан қийинчиликсиз талқин қилинишига хизмат қилади. Ушбу инструмент кам маълумотга эга бўлган вакиллар орасида ҳам кутилмаларини бошқарадиган коммуникация шакли ҳисобланади.

Жорий йилнинг март ойида асосий ставканинг 0,5 фоиз бандга оширилишидан сўнг аҳолининг ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмалари март ойидаги 14,2 ҳамда 13,0 фоиздан июнь ойида мос равишда 13,2 ҳамда 11,8 фоизгача пасайди.

IV босқич: Алмашув курсига таъсири.

Асосий ставка ўзгариши алмашув курсига ҳам таъсир кўрсатади. Масалан, Марказий банк асосий ставкаси оширилса, сўмдаги депозитлар фоизи ошади. Аҳоли ва тадбиркорларнинг банкларга жамғармаларини миллий валютадаги депозитларга қўйиши хорижий валютадаги депозитлардан кўра жозибадорроқ бўлади. Бу эса, асосий ставка ошиши миллий валютага талабни ортишига ва унинг мустаҳкамланишига олиб келади.

Эконометрик таҳлилларга кўра, Марказий банк асосий ставкасининг 1 фоизга ошиши алмашув курсининг 0,6 фоиз бандга мустаҳкамланишига хизмат қилади.

Алмашув курси инфляцияга бевосита ва билвосита таъсир кўрсатади. Бевосита таъсирлари импорт қилинадиган истеъмол товарлари билан боғлиқ бўлиб, уларнинг истеъмол саватидаги улуши қарийб 35-40 фоизни ташкил этади. Алмашув курсининг инфляцияга билвосита таъсири эса ишлаб чиқарувчилар учун импорт қилинадиган оралиқ маҳсулот учун харажатларининг ўзгариши билан истеъмолчиларга ўтиши орқали юзага келади.

Тадқиқотларга кўра, алмашув курсининг инфляцияга таъсири ассиметрик бўлиб, алмашув курсининг 1 фоизга қадрсизланиши инфляцияни 0,4-0,5 фоиз бандга оширса (*бирламчи таъсири – 0,3 ф.б., ва иккиламчи таъсири – 0,1-0,2 ф.б.*), алмашув курсининг 1 фоизга мустаҳкамланиши инфляция даражасини 0,4 фоиз банддан камроқ пасайтиради. Бу, аҳоли ва тадбиркорларнинг кутилмалари алмашув курси қадрсизланишига нисбатан таъсирчанлигини кўрсатади.

Шунингдек, ўрта муддатли истиқболда сўмнинг қадрсизланиши ички нархларни ошириши ва импорт хомашёлар қимматлашиши ҳисобига ташқи савдода рақобатбардошликни яхшиламайди.

Бундан ташқари, миллий валютадаги депозитлар фоизларининг хорижий валютадагиларига нисбатан жозибадорлиги иқтисодиётда долларлашув даражасининг пасайишига ҳам ёрдам беради. Сўнгги йилларда депозитлар долларлашуви сезилари қисқариб келмоқда. Хусусан, 2025 йил 1 июль ҳолатига жами депозитлар долларлашуви 24,8 фоизни (*2018 йилда - 41,1 фоиз*), бунда жисмоний шахслар депозитларида – 18,1 фоизни (*31 фоиз*) ташкил этди.