

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки
Статистика ва тадқиқотлар департаменти

Ўзбекистонда депозит долларлашуви ва хроповик самараси

1. Долларлашув ва хроповик самараси

Долларлашув (*хорижий валютанинг мамлакатда пулнинг тўлов воситаси, жамғариш воситаси ҳамда ўлчов бирлиги (нархлар, иш ҳақи) сифатида ишлатилиши*) кўпчилик ривожланаётган мамлакатлар учун хос бўлиб, бу ўз навбатида пул-кредит сиёсати фоиз каналининг трансмиссион механизми самарадорлигини пасайтиради.

Долларлашув юзага келишининг асосий сабаби макроиқтисодий, хусусан юқори инфляция ҳамда миллий валютанинг нобарқарорлиги бўлиб ҳисобланади (Corrales and Imam, 2019; Cuddington, Garcia, and Westbrook, 2002; Van Aarle and Budina, 1996).

Шу сабабли, макроиқтисодий барқарорликни таъминлаш долларлашув даражасини пасайтиришда муҳим аҳамият касб этади (Urosevic and Rajkovic, 2016).

Таъкидлаш жоизки, долларлашув даражасини пасайтириш учун хорижий валютага ўрнатиладиган резерв талабларининг, норматив чекловларнинг кучайтирилиши ёки хорижий валютадаги депозитларни мажбурий тарзда миллий валютага ўтказилиши ижобий самара бермаслиги мумкин.

Макроиқтисодий барқарорлик долларлашув даражасини пасайтиришнинг асосий омили бўлишига қарамай, инфляция даражаси ҳамда айирбошлаш курсининг барқарорлашуви ҳар доим ҳам долларлашув даражасининг бир пайтда пасайиши ёки тўлиқ олдинги ҳолатига қайтишига олиб келмаслиги мумкин (Guidotti and Rodriguez, 1992; Havrylyshyn and Beddies, 2003; Kamin and Ericsson, 2003). Мазкур ҳолат иқтисодиётда **хроповик** ёки гистерезис самараси деб айтилади.

Ўз навбатида, хроповик самарасининг мавжуд бўлиши халқаро тадқиқотчи олимлар томонидан 3 хил ёндашув асосида тушунтирилади.

Биринчи ёндашув, Oomes (2003), Cuddington and Garcia (2002), Guidotti and Rodriguez (1992) ишларида ўрганилган бўлиб бунда, иқтисодиётнинг долларлашув даражаси ҳамда унинг қатнашчилари сонининг ортиб бориши, бозорнинг қолган иштирокчилари учун миллий валютада ҳисоб-китоб қилишнинг харажатларини оширади ва рағбатни сусайтиради. Натижада ҳеч бир иштирокчи ҳисоб-китоб воситаси сифатида доллардан воз кечмайди.

Иккинчи ёндашув, долларлашув жараёнида хроповик самарасининг мавжуд бўлиши олдинги даврларда кузатилган юқори **даражадаги инфляция ҳамда миллий валюта курсининг** қадрсизланиши натижасида иқтисодиёт субъектларида макроиқтисодий барқарорликка ишончнинг пастлиги ҳамда

инфляцион ва девальвацион кутилмаларининг юқорилиги билан изоҳланади (Feige 2003).

Учинчи ёндашув, молиявий долларлашув бўлиб, бунда банклар актив ва мажбуриятларини инфляция ҳамда курснинг қадрсизланишига қарши оптимал чора сифатида долларда шакллантиришга ҳаракат қилади (Ize and Levy Yeyati, 2003).

Аҳолининг **молия тизимига ишончи** ҳам хроповик самарасининг мавжуд бўлишида муҳим аҳамият касб этади. Хусусан, 90-йилларнинг бошида Шарқий Европа давлатларида кучли макроиктисодий нобарқарорликдан сўнг қисқа муддат ичида долларлашув даражасининг муваффақиятли пасайишига эришилиши уй хўжаликларининг либераллаштириш сиёсати ва институтларга ишончининг юқори суръатда ошиб бориши билан боғлиқ (Sahay and Vegh, 1994).

Шунингдек, аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг пул маблағларини қадрсизланишдан сақлаш учун етарлича ривожланган молия бозорига эга бўлган, яъни миллий валютада юқори ликвидли ҳамда даромадли, инфляция ўзгаришига мослашувчан молиявий инструментларга эга давлатларда юқори инфляция ёки валюта курсининг нобарқарорлиги шароитида ҳам **долларлашув даражасининг ошиши кузатилмаган** (Savastano 1996).

Пул-кредит сиёсатини амалга ошириш нуқтаи назаридан долзарб бўлганлиги ҳамда таҳлил қилиш учун етарли маълумотлар базаси борлиги сабабли мазкур тадқиқот иши доирасида **депозитлар долларлашуви** таҳлил қилинди.

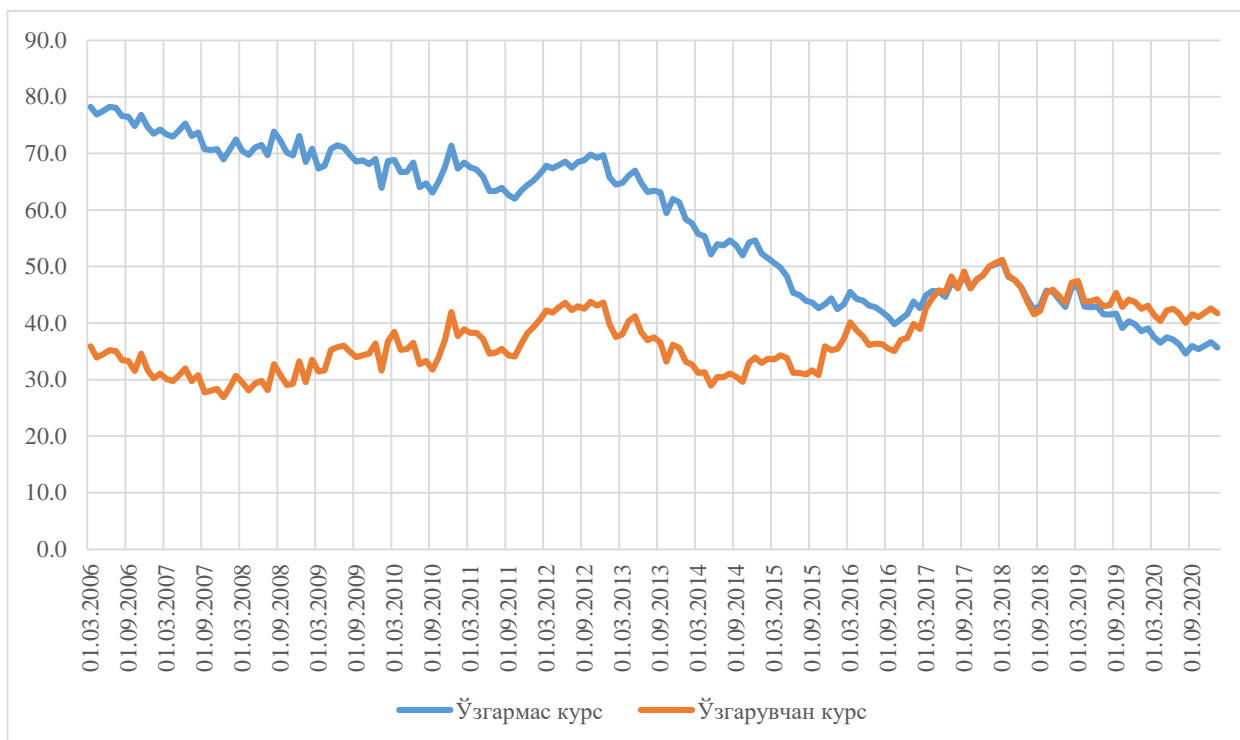
2. Ўзбекистонда долларлашув даражаси таҳлили

2021 йилнинг 1 январь ҳолатига Республикада жами депозитлар қолдиғи ҳажми 82,7 трлн.сўмни, депозитларнинг (пул массаси таркибидаги депозитлар) долларлашув даражаси (*хорижий валютадаги депозитларнинг жами депозитларга нисбати*) 41,7 фоизни ташкил қилган.

Мамлакатда долларлашув даражасининг 2006-2020 йиллардаги ўзгариш динамикаси таҳлили, мазкур кўрсаткичнинг 2006 йилнинг дастлабки давридаги 35,6 фоиздан 2021 йил 1 январь ҳолатига 41,7 фоизгача ошганлигини, 2017 йил 1 октябрь ҳолатидаги ўзгармас курс¹ (базавий) бўйича ҳисобланганда эса 78,2 фоиздан 35,6 фоизгача пасайганлигини кўрсатмоқда.

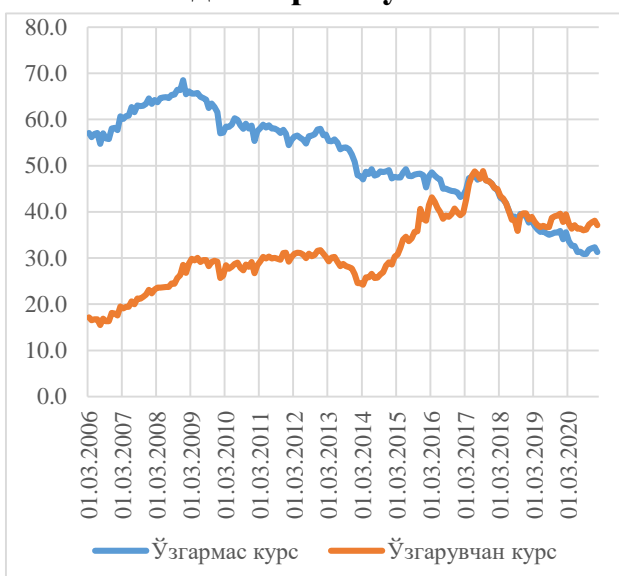
¹ 2017 йил сентябрь ойидаги валюта бозори эркинлаштирилиши ҳамда валюта курси тебранишларини таъсирини чиқариб ташлаш мақсадида хорижий валютадаги депозитлар 2017 йил 1 октябрь ҳолатидаги айирбошлаш курсига тўғриланган.

Жами депозитлар бўйича долларлашув даражаси, 2006-2020 й.й.

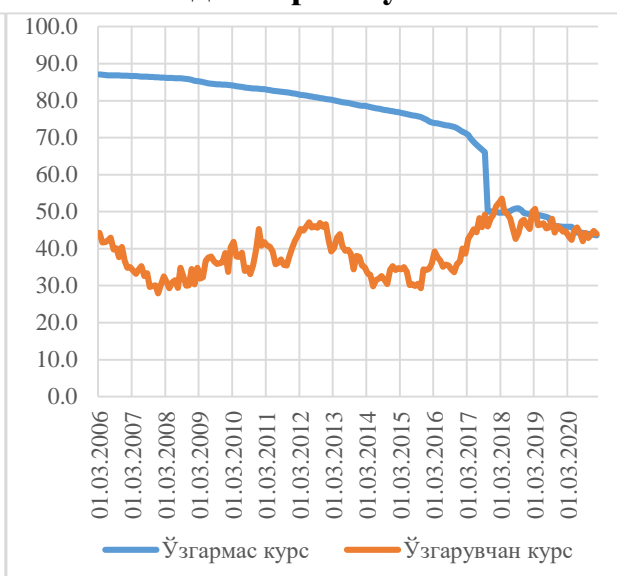


Шунингдек, 2018 йилнинг апрель ойидан бошлаб валюта курсининг барқарорлашиши ҳамда миллий валюта курси барқарорлигига ишончнинг мустаҳкамланиши билан, депозитларнинг долларлашув даражаси ҳам ўзгармас ҳам ўзгарувчан курс ҳисобида пасаювчи тенденцияга эга бўлди.

Жисмоний шахслар депозитлари долларлашуви



Юридик шахслар депозитлари долларлашуви



Жисмоний шахсларнинг депозитларида ҳам таҳлил қилинаётган даврда долларлашув даражасининг 17,1 фоиздан 37,1 фоизгача ошишиш кузатилган бўлсада, ўзгармас курс билан ҳисобланганда 57,1 фоиздан 31,3 фоизгача пасайиши кузатилди.

Юридик шахслар депозитларининг долларлашув даражаси таҳлил қилинаётган даврда деярли ўзгаришсиз қолиб, 2021 йилнинг 1 январь ҳолатига 44,0 фоизни ташкил қилган бўлса, ўзгармас курс қўлланилиб ҳисобланганда 2006 йил март ойидаги 87,1 фоиздан 43,6 фоизгача пасайиши қайд этилди.

3. Тадқиқот методологияси ва маълумотлар таснифи

Мазкур тадқиқот иши доирасида долларлашув даражасини моделлаштириш орқали хроповик самараси баҳоланди. Моделни куришда, Россия Марказий банки тадқиқотчилари (Krupkina and Ponomarenko, 2017) МДХ давлатлари учун ишлаб чиқилган модел хусусиятларидан фойдаланилди.

Хусусан, моделнинг умумий кўриниши қуйидагича бўлиб,

$$\log \frac{1 - d_t}{d_t} = \beta_0 + \beta_1 * (e_t - ir_t) + \beta_2 * d_{t-1} + \beta_3 * d_{t-1}^2 + \beta_4 * (emax_t - ir_t) + \epsilon_t$$

Бунда,

d_t – t вақтдаги долларлашув даражаси;

e_t – t вақтдаги валюта курсининг ойма-ой ўзгариши, йиллик ҳисобда;

ir_t – миллий ва хорижий валютадаги депозитлар бўйича фоиз ставкаларининг фарқи;

$emax_t$ – валюта курсининг охириги 6, 12 ва 18 ойдаги максимал ўзгариши, йиллик ҳисобда;

Долларлашув даражаси d_t сифатида хорижий валютадаги депозитларнинг жами депозитларга нисбати олинган бўлиб, чизиқли моделда (**linear model**) мустақил ўзгарувчилар экстремал қийматлар қабул қилганда тенгликнинг қиймати 0 ва 1 оралиғидан ошиб кетишини инобатга олиб, долларлашув даражаси логорифм кўринишига келтирилди.

Долларлашув даражасига валюта курсининг ҳамда миллий ва хорижий валютадаги депозитлар бўйича фоиз ставкалари фарқи ўзгаришининг таъсирини инобатга олиш мақсадида моделга номинал айирбошлаш курси e_t ўзгарувчиси ҳамда жалб қилинган миллий ва хорижий валютадаги депозитлар фоиз ставкалари орасидаги фарқ ir_t ўзгарувчиси киритилган. Бунда, иқтисодий агентларнинг депозитларни миллий ёки хорижий валютада сақлаш бўйича танловини ифодалаш мақсадида айирбошлаш курси ўзгариши депозитлар бўйича фоиз ставкалари ўзгаришига тўғриланади.

Шунингдек, олдинги даврлардаги долларлашув даражасининг ҳозирги долларлашув даражасига таъсирини инобатга олиши мақсадида d_{t-1}

Ўзгарувчиси ҳамда олдинги давр таъсир даражасининг ўзгариб боришини инобатга олиш учун d_{t-1}^2 ўзгарувчиси киритилди. Бунда, d_{t-1} ўзгарувчисининг манфий, d_{t-1}^2 ўзгарувчисининг мусбат ишора қабул қилиши, олдинги даврдаги долларлашув даражасининг салбий таъсири вақт ўтиши билан сустлашиб боришини билдиради.

Хроповик самараси ҳамда унинг давомийлигини аниқлаш учун моделга иқтисодий агентларнинг кутилмаларини акс эттириш мақсадида охириги 6, 12 ва 18 ойдаги валюта курсининг йиллик максимал ўзгариши кўрсаткичи ($emax_t$) киритилди.

4. Тадқиқот натижалари

Моделлаштириш натижалари Ўзбекистонда депозитлар долларлашувида хроповик самараси мавжуд эканлигини кўрсатди. Бунда, **жами депозитлар** учун хроповик самараси 12 ойдан 18 ойгача давом этиши аниқланди.

Жами депозитларнинг долларлашув даражасини моделлаштириш натижалари

| | 6 ойлик хроповик самараси | 12 ойлик хроповик самараси | 18 ойлик хроповик самараси |
|-----------------|-----------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|
| c | 2.86 | 5.68 | 1.36 |
| $e_t - ir_t$ | -0.0021 | -0.0003 | 0.0062*** |
| d_{t-1} | -8.63* | -21.7*** | -1.97 |
| d_{t-1}^2 | 6.21 | 21.8** | -0.36 |
| $emax_t - ir_t$ | -0.00003 (-0.01) | -0.006*** (-4.46) | -0.005*** (-5.49) |
| R^2 | 0.62 | 0.52 | 0.52 |
| Кузатувлар сони | 83 | 83 | 77 |

***1% **5% *10%

Жисмоний шахслар депозитларининг долларлашув даражасини моделлаштириш натижалари

| | 6 ойлик хроповик самараси | 12 ойлик хроповик самараси | 18 ойлик хроповик самараси |
|-----------------|-------------------------------------|----------------------------------|-------------------------------------|
| c | 3.15 | 4.19 | 3.92 |
| $e_t - ir_t$ | -0.0013 | -0.0108*** | -0.0061*** |
| d_{t-1} | -10.7*** | -15.6*** | -14.9*** |
| d_{t-1}^2 | 9.58*** | 15.6*** | 16.2*** |
| $emax_t - ir_t$ | -0.0061*** (-2.80) | -0.0005 (-0.65) | -0.004*** (-11.41) |
| R^2 | 0.84 | 0.86 | 0.84 |
| Кузатувлар сони | 83 | 83 | 77 |

Жами депозитлардан фарқли равишда **жисмоний шахсларнинг депозитлари** учун хроповик самараси 6 ойлик даврда ҳам намоён бўлиши ҳамда 18 ойгача давом этиши маълум бўлди.

Юридик шахслар депозитларининг долларлашув даражасини моделлаштириш натижалари

| | 6 ойлик хроповик самараси | 12 ойлик хроповик самараси | 18 ойлик хроповик самараси |
|-----------------|-------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| c | 1.71 | 2.56 | -0.56 |
| $e_t - ir_t$ | -0.0016 | 0.0059 | 0.0098*** |
| d_{t-1} | -3.76 | -8.05 | 5.4 |
| d_{t-1}^2 | 1.04 | 6.71 | -7.80 |
| $emax_t - ir_t$ | 0.004 (1.19) | -0.005** (-2.61) | -0.003** (-2.40) |
| R^2 | 0.60 | 0.45 | 0.55 |
| Кузатувлар сони | 83 | 83 | 77 |

***1% **5% *10%

Тадқиқот натижаларидан **юридик шахслар** депозитлар бўйича қарор қабул қилишда асосан охириги 12 ва 18 ойдаги валюта курсининг максимал қадрсизланиши асосий омиллардан бўлаётганлигини кўриш мумкин.

Жисмоний шахсларнинг ҳам, юридик шахсларнинг ҳам, миллий ёки хорижий валютада депозитларни сақлаш бўйича қарор қабул қилишида жорий валюта курси ҳамда миллий ва хорижий валютадаги депозитлар бўйича фоиз ставкаларининг фарқи ($e_t - ir_t$) сезиларли таъсир кўрсатаётганлиги маълум бўлди.

Таҳлил натижалари олдинги даврдаги долларлашув даражасининг жорий долларлашув даражасига (d_{t-1} ва d_{t-1}^2) таъсири жами депозитлар ҳамда юридик шахслар депозитлари бўйича 12 ойгача сақланиб қолишини, жисмоний шахсларнинг депозитлари бўйича эса 18 ойгача сақланиб қолишини кўрсатди.

5. Хулосалар

Тадқиқот натижаларига кўра, ўрта муддатли истиқболда депозитлар долларлашув даражасининг ўзгариши бевосита макроиктисодий барқарорликка, хусусан, миллий валюта курсининг барқарорлигига боғлиқ.

Хусусан, жисмоний ҳамда юридик шахсларнинг депозитларни миллий ёки хорижий валютада сақлаш бўйича қарор қабул қилишида миллий валюта курсининг девальвацияси бўйича кутилмалари ҳамда миллий валютадаги фоиз ставкалари таъсир кўрсатиши аниқланди.

Бунда, жисмоний ва юридик шахслар депозитларни долларда сақлаш бўйича қарор қабул қилишда асосан охириги 6, 12 ва 18 ойдаги валюта курсининг девальвациясини инобатга олиши маълум бўлди.

Шу муносабат билан, депозитлар долларлашув даражасини пасайтиришнинг фундаментал омилларидан бўлиб, валюта бозорида барқарорликни таъминлаш, аҳоли ва хўжалик субъектларининг инфляцион

ва девальвацион кутилмаларини пасайтириш ҳамда миллий валютадаги депозитлар бўйича етарли ижобий реал фоиз ставкаларини шаклланишига эришиш ҳисобланади.

Шу билан бирга, долларлашув даражасини пасайтиришда инфляция даражаси ва инфляцион кутилмаларни жиловлаш, давлат бошқаруви институтларига бўлган ишончни ошириш, аҳоли ва хўжалик юритувчи субъектларнинг пул маблағларини сақлаш учун муқобил молиявий инструментларни жорий этиш муҳим аҳамият касб этади.

Таъкидлаш жоизки, халқаро тажрибада депозитлар долларлашув даражасини пасайтириш мақсадида регулятив чораларни қўллаш орқали хорижий валютадаги депозитларнинг жозибадорлигини пасайтириш (мажбурий захиралаш нормасининг оширилиши ёки мажбурий конвертация қилиш ва бошқа административ чекловларнинг жорий этилиши) узоқ муддатда мамлакатдан капитал оқимининг чиқиб кетишига олиб келиши мумкинлиги таъкидланади.

Фойдаланилган адабиётлар

1. Cuddington, J. T., Garcia, R. M. R., & Westbrook, D. (2002). A micro-foundations model of dollarization with network externalities and portfolio choice: The case of Bolivia. *Department of Economics, Georgetown University, Washington, DC*.
2. Corrales, M. J. S., & Imam, P. A. (2019). Financial dollarization of households and firms: does it differ?. *International Monetary Fund*.
3. Feige, E. L. (2003). Dynamics of currency substitution, asset substitution and de facto dollarisation and euroisation in transition countries. *comparative economic Studies*, 45(3), 358-383.
4. Guidotti, P. E., & Rodriguez, C. A. (1992). Dollarization in Latin America: Gresham's law in reverse?. *Staff Papers*, 39(3), 518-544.
5. Havrylyshyn, O., & Beddies, C. H. (2003). Dollarisation in the former Soviet Union: From hysteria to hysteresis. *Comparative Economic Studies*, 45(3).
6. Ize, A., & Yeyati, E. L. (2003). Financial dollarization. *Journal of International Economics*, 59(2), 323-347.
7. Kamin, S. B., & Ericsson, N. R. (2003). Dollarization in post-hyperinflationary Argentina. *Journal of International Money and Finance*, 22(2), 185-211.
8. Oomes, N. (2003). Network externalities and dollarization hysteresis: The case of Russia.
9. Sahay, R., & Vegh, C. A. (1994). Dollarization in economies in transition: evidence and policy issues. *International Monetary Fund, unpublished manuscript*.
10. Sahay, R., & Végh, C. A. (1996). Inflation and stabilization in transition economies: An analytical interpretation of the evidence. *The Journal of Policy Reform*, 1(1), 75-108.
11. Savastano, M. A. (1996). Dollarization in Latin America: Recent evidence and some policy issues.
12. Uribe, M. (1997). Hysteresis in a simple model of currency substitution. *Journal of Monetary Economics*, 40(1), 185-202.
13. Urosevic, B., & Rajkovic, I. (2016). Dollarization of deposits in the short and long run: Evidence from CESE countries.
14. Крупкина, А., А. Пономаренко, 2015. «Долларизация депозитов в странах с формирующимися рынками: «Эффект хранилища»», Серия докладов об экономических исследованиях, Центральный Банк Российской Федерации, № 7, ноябрь 2015