



ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ МАРКАЗИЙ БАНКИ

ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ ШАРҲИ

2018 йил IV чорак

Тошкент 2019

© Ўзбекистон Республикаси Марказий банки, 2019

Пул-кредит сиёсати департаменти томонидан тайёрланган.

Таклиф ва мулоҳазаларингизни қуйидаги манзилга юборишингиз мумкин:

E-mail: bhamraev@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22

Мундарижа

I. Ички ва ташқи шароитлар	3
II. Инфляция ва инфляцион кутилмалар	6
2018 йил IV чорагида инфляция шарҳи.....	6
Базавий инфляция.....	12
Инфляцияга монетар омиллар таъсири таҳлили.....	15
Кутилмалар канали	16
III. Пул-кредит шароитлари	20
Ликвидлик таҳлили	20
Банклараро пул бозори	22
Пул-кредит сиёсати инструментларининг қўлланилиши	24
IV. Трансмиссион механизм	30
Фоиз канали.....	30
Кредит канали	31
Жамғарма канали.....	34
Коммуникацион канал.....	35
Валюта курси канали	35
V. Прогнозлар	39
Ликвидлик прогнози	39
Инфляция прогнози	40
Илова	Ошибка! Закладка не определена.

I. Ички ва ташқи шароитлар

2018 йил якунлари бўйича дастлабки ҳисоб-китобиларга кўра реал иқтисодий ўсиш суръати 5,1 фоизни ташкил этди.

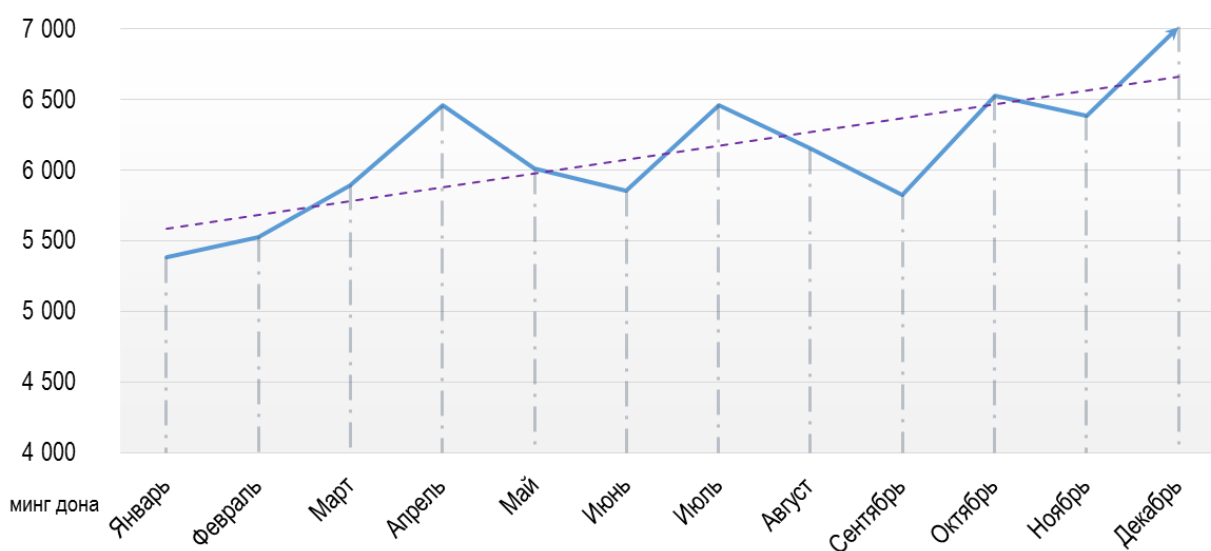
IV чорақда иқтисодиётда инвестицион, ишлаб чиқариш ҳамда истеъмол фаоллигини қўллаб-қувватлаш учун барқарор ички шароитлар сақланиб қолинди.

Бизнес субъектларининг банклараро тўлов тизими орқали амалга оширган операциялари сони иқтисодий фаолликни ўзида акс эттирувчи кўрсаткичлардан бири ҳисобланиб ушбу операциялар ҳажмининг ортиши иқтисодий фаолликнинг ўсишини англатади.

Мазкур операциялар ҳажмининг 2018 йилни III чорагидаги пасайишдан сўнг IV чорақда ўсиши кузатилди. Умуман олганда, 2018 йил давомида мазкур кўрсаткич динамикаси ўсувчи тренд намоён этди (1-расм).

1-расм

Бизнес вакилларининг 2018 йилда банклараро тўлов тизими орқали амалга оширган операциялари сони



Манба: Марказий банк

2018 йилнинг октябрь-декабрь ойларида кредитларни ўсиш суръати секинлашган бўлсада, жами ажратилган кредитлар миқдори иқтисодиётнинг ушбу кредитларни ўзлаштириш потенциалидан юқори бўлди. Кредитлашнинг юқори суръатлари билан қаторда иш ҳақиқларни

инфляция даражасидан келиб чиқиб ошириб бориш сиёсатининг давом эттирилиши ҳамда давлат харажатлари ва асосий капиталга йўналтирилган инвестицион қўйилмаларнинг ошиши ялпи ички талабни рағбатлантирувчи омил бўлди.

IV чорақда ялпи таклиф омиллари бир маромда ва сезиларли шоклар таъсирисиз шаклланди. Мавжду иқтисодий потенциал ошиб бораётган талабни тўлиқ қондиришга етарли бўлмади ва унинг маълум бир қисми импорт ҳисобига қопланди.

Иқтисодиётда таркибий ўзгаришлар даврида импорт ҳажмининг кескин ошиши ривожланаётган давлатларга хос хусусият бўлиб, асосий воситалар ва технологияларнинг импорт қилиниши келажакда иқтисодий ўсишга, ишлаб чиқаришда қўшилган қийматнинг ошишига ва экспортнинг кенгайишига асос яратади.

Шу билан бирга, мазкур таркибий номуносивбликнинг сақланиб қолиши тўлов баланси ҳолатини ёмонлашувига ҳамда инфляцион ва девальвацион босимнинг ошишига олиб келиши мумкин. Бу эса, ўз навбатида пул-кредит ва солиқ – бюджет сиёсатини амалга оширишда маълум бир тузатишлар киритишни талаб қилади.

Ушбу ҳолат иқтисодий ривожланишнинг жорий босқичда монетар ва фискал чоралар орқали иқтисодий ўсишни рағбатлантиришнинг имкониятлари чекланганлигини ҳамда улар қисқа муддатли характерга эга эканлигини англатади. Узоқ муддатли барқарор ўсиш кўпроқ таркибий ислохотларга боғлиқ бўлиб, ишлаб чиқариш унумдорлигини оширишга асосланган ривожланиш моделига таяниши лозим. Ўз навбатида, ишлаб чиқариш унумдорлигининг ошиши иқтисодиётнинг маълум бир секторларида инфратузилма ва таркибий ислохотларнинг ривожланишига боғлиқ.

IV чорақда ташқи иқтисодий шароитлар нисбатан мўтадил бўлди ва ички иқтисодий ҳолатга сезиларли босим ўтказмади. Айирбошлаш курсининг бозор тамойилларига асосан шаклланиши 2018 йилнинг ўтган чорақларидаги ташқи шароитларнинг ёмонлашиши оқибатида вужудга келган салбий таъсирни камайтиришга хизмат қилди.

Дунёнинг йирик иқтисодиётлари ўртасидаги савдо борасидаги келишмовчиликлар ва 2018 йилнинг IV чорагида жаҳон бозорида нефт нархининг пасайиши натижасида асосий савдо ҳамкор мамлакатларда иқтисодий ўсишнинг секинлашиши кузатилди. Ўз навбатида, ушбу

мамлакатларда инфляциянинг бир маромда паст бўлганлиги сабабли биздаги ички нархлар даражасига импорт маҳсулотлари нархлари томонидан кескин таъсир бўлмади. Асосий савдо ҳамкор мамлакатларининг валюталари сезиларсиз қадрсизлан бўлсада, уларнинг иқтисодиётимизга салбий таъсири кузатилмади .

II. Инфляция ва инфляцион кутилмалар

2018 йил IV чорагида инфляция шарҳи

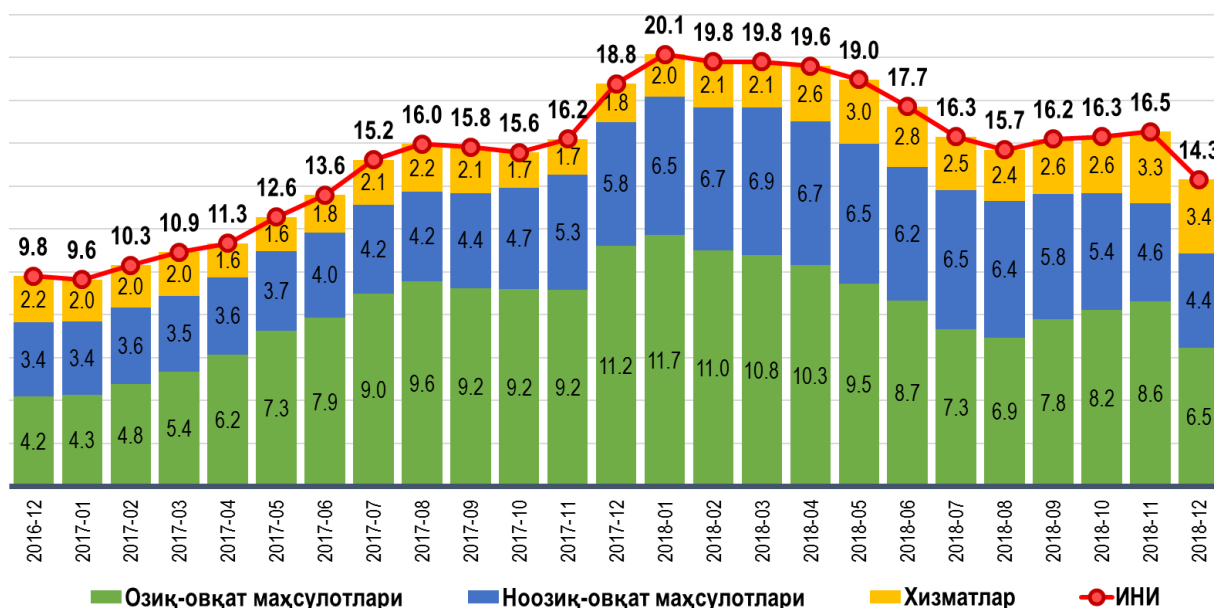
2018 йил IV чорагида ҳам ўтган чорақлардаги каби ички тақлифнинг чекланганлиги шароитида ялпи талабнинг ошиб бориши иқтисодиётдаги инфляция жараёнларини фаоллаштирувчи омил бўлди. 2018 йилнинг сентябрь-ноябрь ойларида тартибга солинадиган нархларнинг оширилиши ҳамда маълум миқдорда миллий валюта алмашув курсининг қадрсизланиши билан боғлиқ инфляция омилларининг таъсири натижасида йиллик инфляция даражаси ўсувчи трендга эга бўлди (2-расм).

2018 йил октябрь-декабрь ойларида истеъмол нархлари ўсиши 5,8 фоизни ташкил қилди (2017 йилнинг мос даврида – 7,5 фоиз). Ушбу даврда инфляция динамикаси қарама-қарши омиллар таъсирида шаклланди. Бир томондан, мева ва сабзавотларнинг мавсумий қимматлашиши ўтган йилнинг мос давридаги кўрсаткичдан паст бўлди. Бошқа томондан, тартибга солинадиган нархлар либерализацияси инфляцияга бирламчи (ноябрь ойида энерго ресурс нархларининг ошиши) ва иккиламчи (сентябрь ойида нон маҳсулотлари нархларининг ошиши) таъсирга эга бўлди.

2-расм

Йиллик инфляция динамикаси ва унинг таркиби

(ўтган йилнинг мос даврига нисбатан, фоизда)



Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари

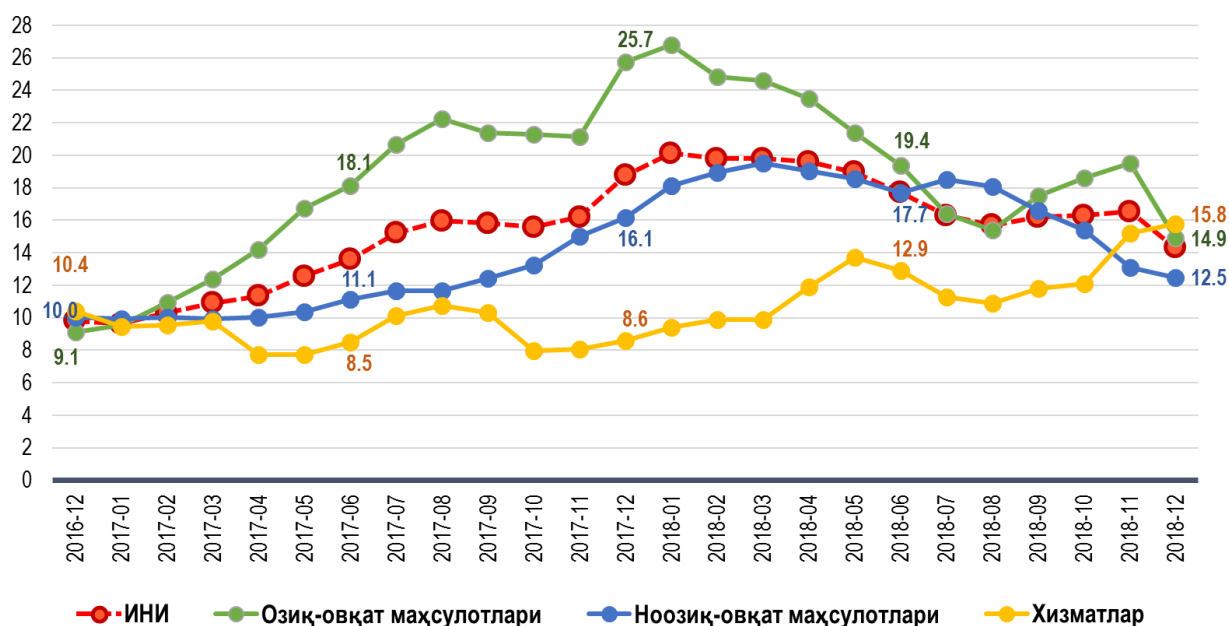
2018 йил якуни бўйича йиллик инфляция даражаси 14,3 фоизни ташкил этди. Ушбу кўрсаткич 2018 йил декабрь ойида ойлик инфляция даражасининг (2,1 фоиз) ўтган йилнинг мос давридаги (4,3 фоиз) нисбатан пасайиши таъсири билан изоҳланади.

2018 йил декабрь ойида йиллик инфляция даражасининг пасайишига қарамасдан, 2018 йилнинг IV чорагида юқори инфляция босими сақланиб қолди. Ушбу даврдаги инфляцион босимнинг асосий омиллари сентябрь ойида нархлари тартибга солинадиган маълум озиқ-овқат товарларининг қимматлашиши, ноябрь ойида эса энергия ресурслари нархларининг оширилиши ҳамда сўмнинг қадрсизланиши бўлди. 2018 йилнинг декабрь ойида тартибга солинадиган нархларнинг йиллик инфляциядаги улуши 2017 йил декабрь ойи билан таққослаганда икки баробарга ортиб, 4,4 фоиз бандини ташкил қилди (8-расм).

3-расм

ИНИ асосий таркибий қисмлари динамикаси

(ўтган йилнинг мос ойига нисбатан, %да)



Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари

2018 йилда 2017 йил билан таққослаганда озиқ-овқат маҳсулотлари нархлари ўсиш суръати 25,7 фоиздан 14,9 фоизгача ва ноозиқ-овқат маҳсулотлари нархлари 16,1 фоиздан 12,5 фоизгача

секинлашди, айти пайтда хизматлар тарифлари ўсиши эса 1,8 баробарга (8,6 фоиздан 15,8 фоизгача) тезлашди (3-расм) ва натижада хизматлар соҳасида нархлар ошиши озиқ-овқат ва ноозиқ-овқат товарлари нархлари ўсишидан ўзиб кетди. Хусусан, электр энергияси ва табиий газ тарифларининг уларни ишлаб чиқариш ва етказиб бериш харажатлар даражаси билан тўғриланиши кузатилди.

2018 сентябрь ойида 1-навли ун нархларининг оширилиши ҳисобига нон маҳсулотлари ҳамда мавсумий мева-сабзаёт маҳсулотлари нархлари ошишининг умумий озиқ-овқат маҳсулотлари нархлари ўсишидаги ҳиссасининг ортиши натижасида октябрь-ноябрь ойларида **озиқ-овқатлар** умумий нархлари ўсишда давом этди (4-расм). Бунда, озиқ-овқат товарлари нархлари сентябрь ойидаги йиллик 17,3 фоиздан ноябрь ойида 19,4 фоизгача ошди.

Хусусан, ноябр ойида озиқ-овқат товарларининг йиллик инфляцияси таркибида мева-сабзаёт маҳсулотлари улуши сентябрь ойи билан солиштирганда 2 баробарга ошди ва 4 фоиз бандини ташкил қилди. Ушбу кўрсаткич 2017 йилнинг ноябрь ойида 6,7 фоиз бандни ташкил этган эди.

Шунингдек, 2018 йил давомида бир қатор омиллар озиқ-овқат товарлари бўйича йиллик инфляциянинг кескин ошиб кетишининг олдини олишга хизмат этди. Хусусан, рақобат муҳитини яхшилаш бўйича амалга оширилган чора-тадбирлар билан бир қаторда айрим асосий истеъмол маҳсулотларининг¹ барча турдаги божхона тўловларидан озод этилиши ички бозорни мазкур товарлар (картошка, шакар) билан етарли даражада таъминлашга ҳамда улар нархлари ўсишининг олдини олишга ёрдам берди. Мева ва сабзаётларни сақлаш ва етказиб бериш инфратузилмасининг ривожланиши ҳамда мазкур соҳада фаолият юритаётган тадбиркорлик субъектларининг ички бозорда шаклланаётган шароитларга тезда мослашиши нархлар ўсишини олдини олишда муҳим роль ўйнади. Бу эса мазкур маҳсулотлар нархларининг кескин тебранишларини олдини олишга ёрдам берди.

Айти пайтда, гўшт ва тирик чорва моллари импортининг божхона тўловларидан озод этилиши гўшт маҳсулотлари нархлари ўсишини

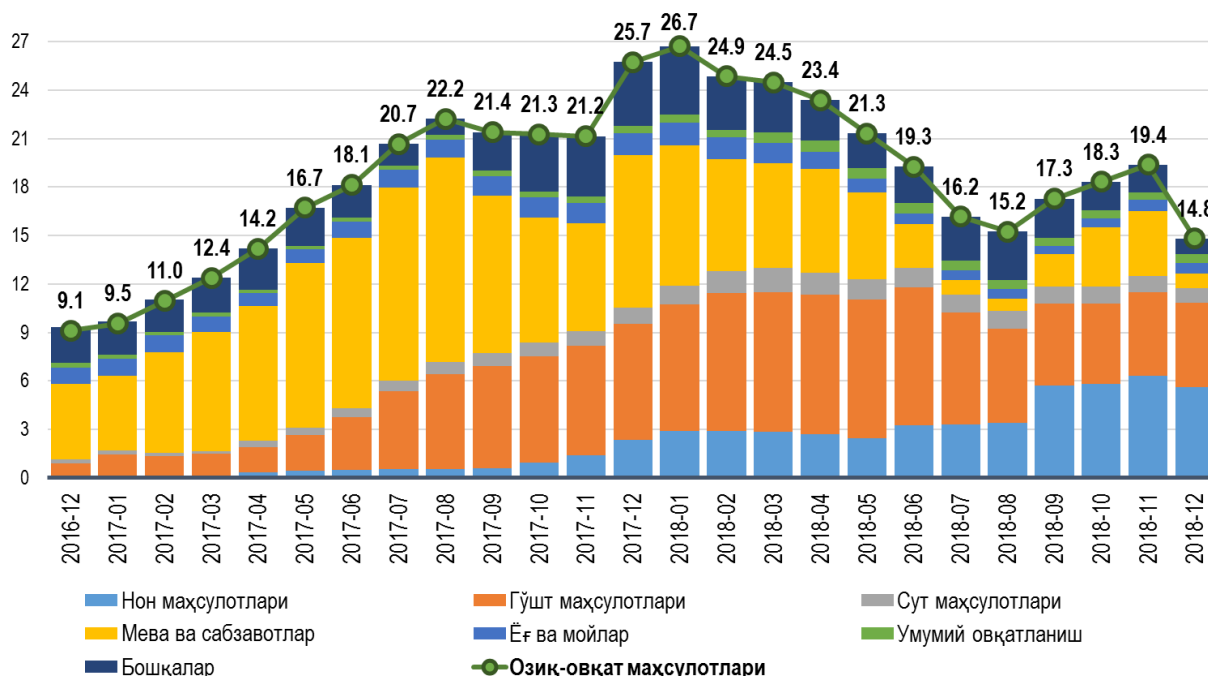
¹ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 16.01.2018 й. ПФ-5303-сон "Мамлакатнинг озиқ-овқат хавфсизлигини янада таъминлаш чора-тадбирлари тўғрисида"ги Фармони

олдини олиш учун етарли бўлмади. Хусусан, 2018 йил IV чорагида мол ва қўй гўштлири 2018 йил III чорагига нисбатан мос равишда 3,3% ва 2,4%га, йил давомида эса мос равишда 26,9% ва 24,6%га қимматлашди. Истеъмол талабининг ошиши, ем-хашак етишмовчилиги ва нархларининг қимматлашиши сабабли ички тақлифнинг етарли эмаслиги мазкур маҳсулотлар нархларининг бозор механизмлари асосида тўғриланишини тақозо қилди. Бунда, қўшни давлатлардан тирик чорва моллари ва янги сўйилган гўштининг импорт қилиниши нархлар янада ошишининг олдини олишда муҳим роль ўйнади.

4-расм

Озиқ-овқат товарлари инфляцияси динамикаси ва унинг тузилиши

(ўтган йилнинг мос ойига нисбатан, %да)



Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари

2018 йилда озиқ-овқат маҳсулотлари инфляциясида гўшт маҳсулотларининг улуши юқори бўлган бўлсада, уларда пасайиш тренди кузатилди, нон маҳсулотларининг улуши эса, аксинча, январь ойидаги 2,9 фоиз банддан декабрь ойида 5,6 фоиз бандга ошди (4-расм).

2018 йил IV чорагида **ноозиқ-овқат** товарлар инфляцияси унинг асосий компонентлари ҳисобланган қурилиш материаллари, кийим-

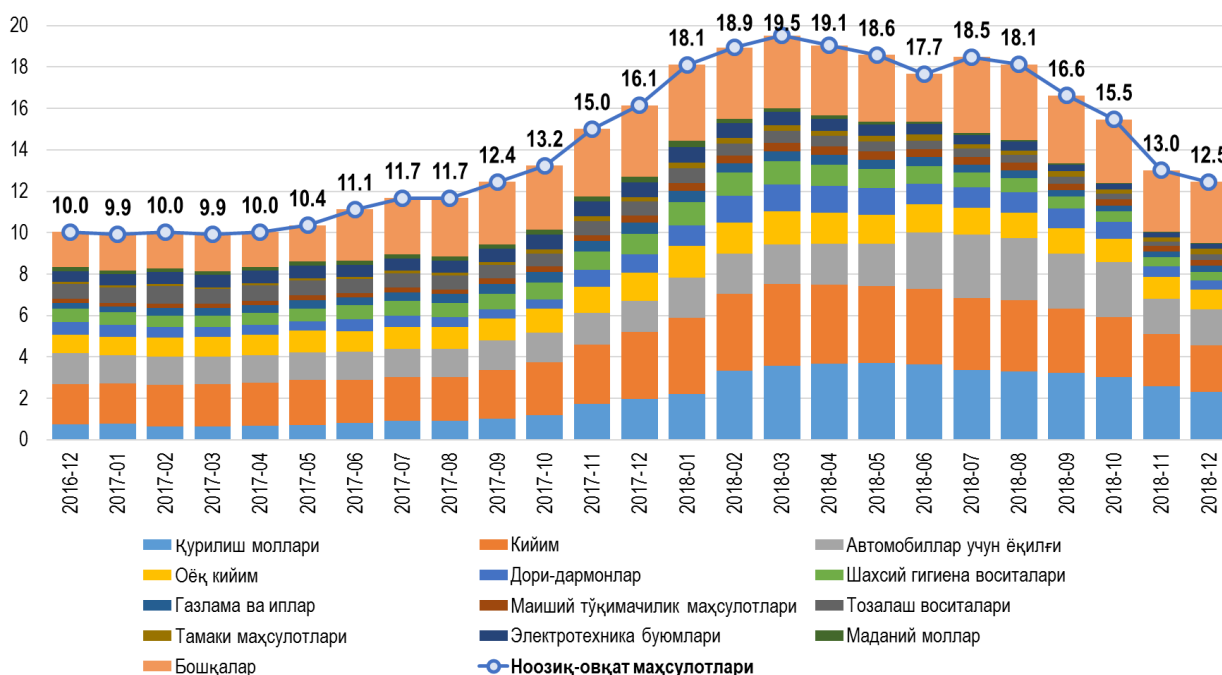
кечаклар ва автомобил учун ёнилғи каби маҳсулотларнинг ҳиссаси бир маромда тушиши натижасида сентябрдаги 16,6%дан декабрь ойида 12,5%гача пасайди (5-расм).

Сўнгги икки йилда ноозиқ-овқат маҳсулотлари нархлари ўсишида қурилиш материаллари улушининг сезиларли ошиши мамлакатда қурилиш ишлари кўламининг кенгайиши ва бунинг натижасида, мазкур товарларга бўлган талабнинг ортиши билан изоҳланади. Кийим-кечак нархлари одатда ноозиқ-овқат товарлари инфляциясининг асосий омилларидан бири ҳисобланиб алмашув курси динамикасига юқори таъсирчанлиги билан характерланади. Автомобиллар учун ёнилғи нархлари динамикаси маъмурий тартибга солинувчи нархларни эркинлаштириш чора-тадбирлари таъсирида шаклланиб борди.

5-расм

Ноозиқ-овқат товарлар инфляцияси динамикаси ва унинг тузилиши

(ўтган йилнинг мос ойига нисбатан, %да)



Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоби

Иқтисодиётда ялпи талабнинг тез суръатларда ошиши шароитида импортнинг самарали ташкил этилиши (айниқса, 2018 йилнинг биринчи ярим йиллигида яқин қўшни давлатлар билан савдо жараёнларининг яхшиланиши ва соддалаштирилиши) 2018 йилда ноозиқ-овқат

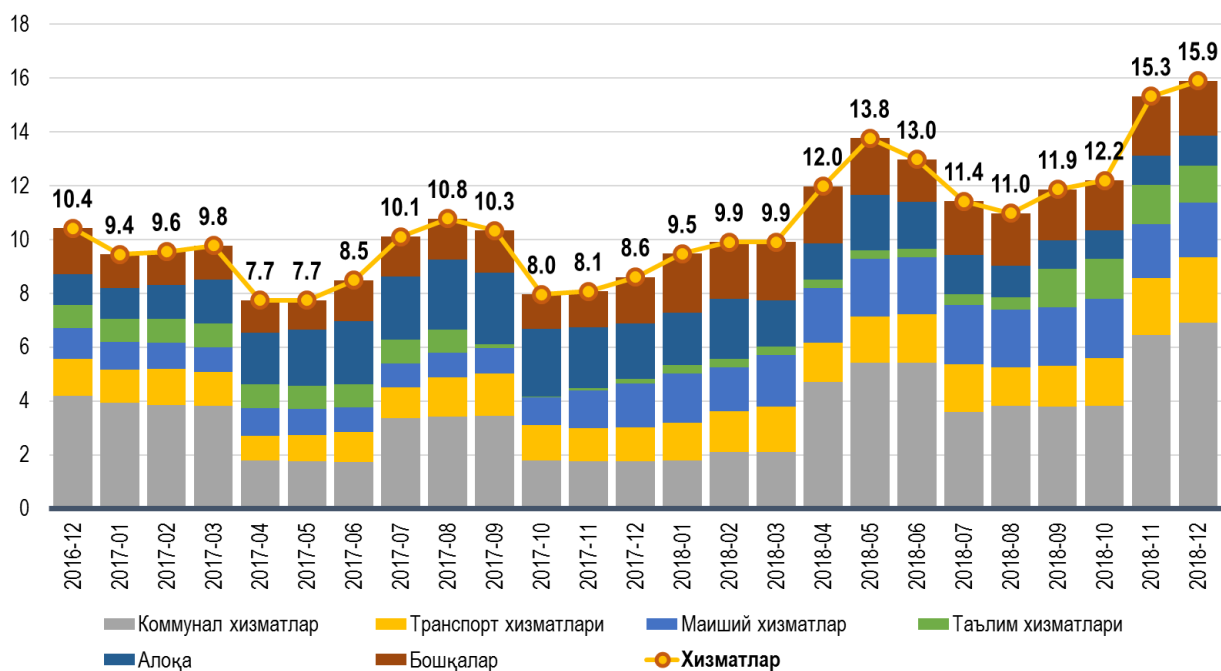
товарлар нархлари ўсиш суръатини секинлаштириш имконини берди. Импорт товарлари ҳисобига ички бозорда товарлар етишмовчилигининг ўрни қопланди ва натижада нархлар кескин ўсишининг олдини олишга имкон берди. Бироқ, айрим ноозиқ-овқат товарларини олиб киришга янги чекловларнинг жорий қилиниши ёки юқори бож ставкаларининг ўрнатилиши 2019 йилда ички нархларга қўшимча босим кўрсатиши мумкин.

Ноябрь ойида энергия ресурслари нархларининг оширилиши ҳисобига коммунал хизматлар нархлари ошишининг умумий инфляциядаги улушини ортиши сабабли 2018 йилнинг ноябрь-декабрь ойларида **хизматлар** инфляцияси сезиларли ўсди (6-расм). Шунингдек, умумий хизматлар таърифлари таркибида тўғридан-тўғри ёқилғи нархларига боғлиқ бўлган транспорт хизматлари улуши ҳам ошиши кузатилди.

6-расм

Хизматлар инфляцияси динамикаси ва унинг таркиби

(ўтган йилнинг мос ойига нисбатан, %да)



Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоби

ИНИнинг бошқа таркибий қисмларидан фарқли равишда, 2018 йилда хизматлар секторида инфляция суръатининг ошиши

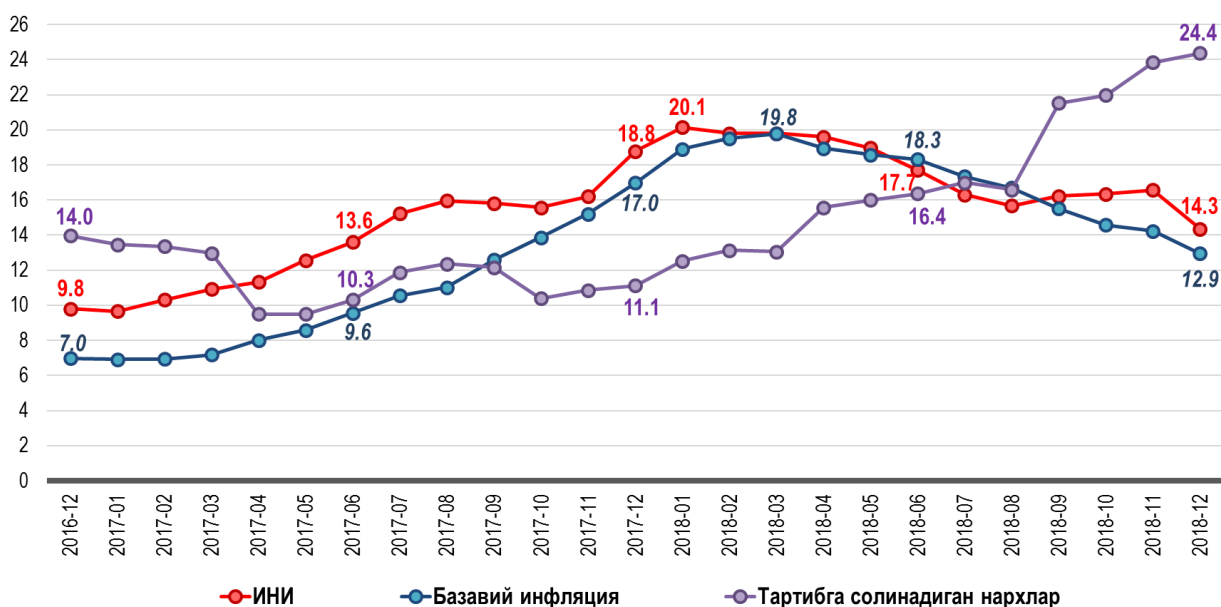
кузатилди. Ушбу ҳолат маъмурий тартибга солинадиган нархларнинг эркинлаштирилиши билан боғлиқ ҳисобланиб, бу биринчи навбатда, қисқа ва ўрта муддатли истиқболда коммунал хизматлар тарифлари ўсишига сабаб бўлади. Айти пайтда, хизматлар нархлари ўсиши олдиндан кутилган жараён бўлиб, у тартибга солинадиган нархларни эркинлаштириш бўйича ислохотлар якунланадиган даврга қадар давом этади.

Базавий инфляция

Базавий инфляция узоқ муддатли инфляцион трендга эга кўрсаткич ҳисобланади ва унда даврий, мавсумий ҳамда юқори тебранувчи омиллар ҳисобга олинмайди. Базавий инфляция истеъмол нархлари индекси саватчасидан тартибга солинадиган ҳамда мева-сабзавот маҳсулотлари нархларини чиқариб ташлаш йўли билан ҳисобланади.

7-расм

базавий инфляция ва маъмурий тартибга солинадиган нархлар динамикаси
(ўтган йилнинг мос ойига нисбатан, %да)



Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоби

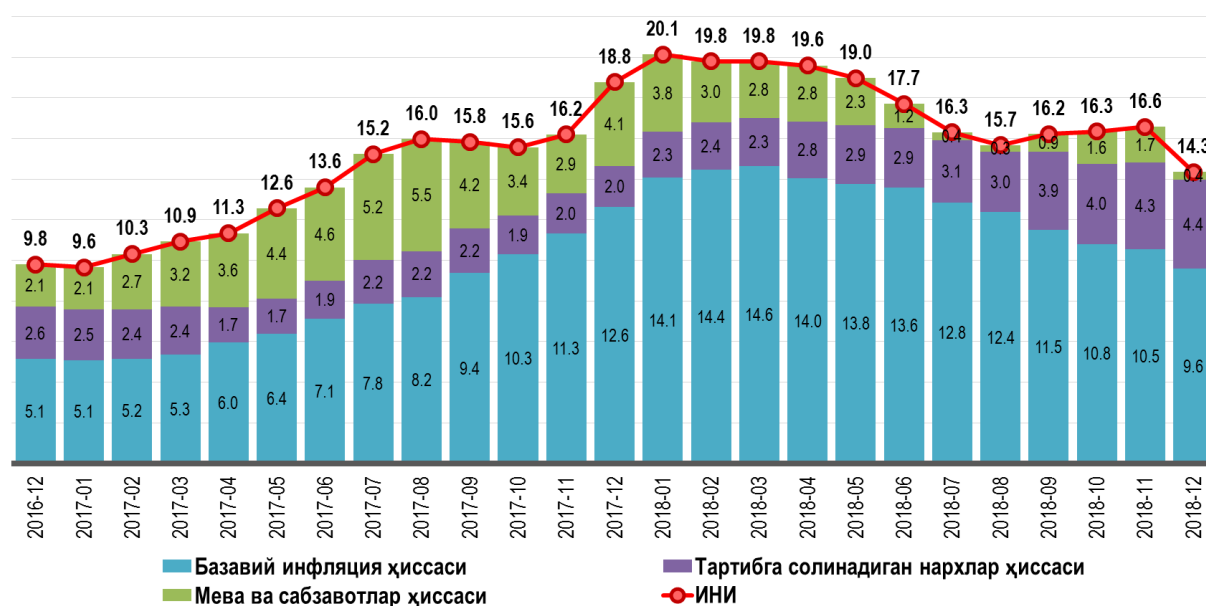
2018 йил IV чораги якуни бўйича базавий инфляциянинг ИНИдаги улуши сезиларли даражада пасайди ва 9,6 фоиз бандни ташкил этди. 2018 йилнинг сентябрь оyi билан таққослаганда унинг улуши 1,9 фоиз бандга, 2017 йилнинг декабрь оyi билан таққослаганда 3 фоиз бандга қисқарди (8-расм). Айти пайтда, 2016 йил билан қиёслаганда базавий инфляция улуши юқориликка қолмоқда. 2018 йилнинг иккинчи ярим йиллигида базавий инфляциянинг пасайиши унинг асосий таркибий қисмларида нархлар ўсишининг секинлашиши ҳисобига рўй берди.

Хусусан, 2018 йилнинг биринчи ярим йиллигида ноқулай об-ҳаво шароити (сув тақчиллиги) кўплаб асосий истеъмол маҳсулотлари, шу жумладан гўшт ва сут маҳсулотларининг қимматлашишига олиб келди. Бундан ташқари, сентябрь ойида 1-навли ун нархларининг ошиши ва қолипли нон нархлари эркинлаштирилиши нон маҳсулотлари нархларига сезиларли таъсир кўрсатди. Асосий капиталга инвестицияларни юқори ўсиш суръатларининг сақланиб қолиниши қурилиш материалларига бўлган талабни оширди ва улар нархларининг қимматлашишига олиб келди. 2018 йил ноябрь ойида тартибга солинадиган нархларнинг оширилиши ва импорт қилинадиган инфляция ҳам базавий инфляцияга таъсир қилди.

8-расм

Тартибга солинадиган нархлар ва базавий инфляциянинг ИНИ таркибидаги улушининг ўзгариши

(ИНИдаги улуши, %да)



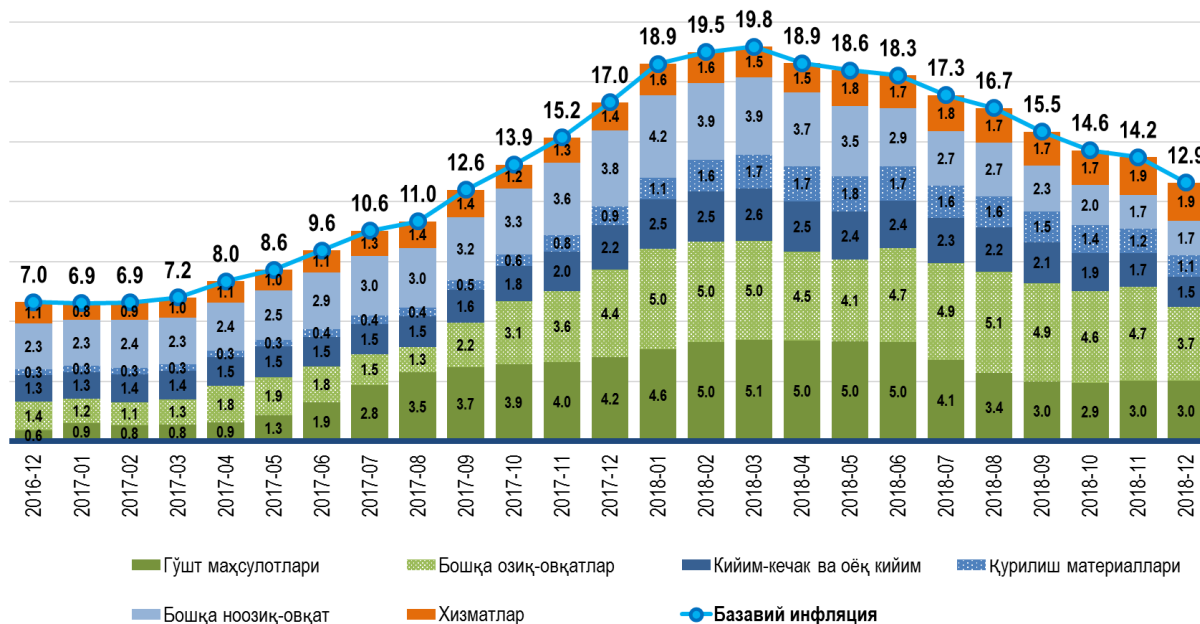
Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоби

Ҳозирги макроиқтисодий шарт-шароитлардан келиб чиқиб, тартибга солинадиган нархлар, хусусан энергия ресурслари нархлари оширилишининг бевосита ва билвосита таъсири, юқори инвестицион талаб ҳамда импорт қилинадиган инфляция 2019 йилда базавий инфляцияни шакллантирувчи асосий омиллар бўлиб қолади. Бундан ташқари, солиқ тизимидаги ўзгаришлар ишлаб чиқарувчилар харажатларини ошириш орқали инфляцияга рағбатлантирувчи таъсир кўрсатади.

9-расм

Базавий инфляция ўзгариш динамикаси ва унинг таркиби

(базавий инфляциядаги улуши, %да)



Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоби

2018 йил сентябрь ойида Марказий банк 2018 йил якунлари бўйича инфляциянинг 16-17% оралиғида бўлишини прогноз қилган эди. Амалдаги инфляция кўрсаткичи прогноз кўрсаткичидан паст бўлиши қуйидаги омиллар билан изоҳланади.

Биринчидан, ноябрь ойида энергия ресурс нархлари оширилишининг иккиламчи таъсири кўлами 2018 йилда кутилганидан анча кам бўлди. Мазкур нархлар оширилиши билвосита таъсирининг 60 фоизи 2018 йилга тўғри келади, 40 фоизи эса 2019 йилда содир бўлиши прогноз қилинган эди. Шунга қарамай, 2018 йилда ўсиб борувчи

харажатлар сабабли нархлар тўғриланиши кичик кўламда содир бўлди ва ишлаб чиқарувчилар унинг катта қисмини 2019 йилга қолдирди. Иқтисодиёт субъектларининг бундай хатти-ҳаракати маълум вақт давомида мувозанат даражасига секин аста тўғриланиб борувчи нархлар ва иш ҳақилари қатъийлиги назариясига мос тушади.

Бундан ташқари, нархлар либерализацияси бўйича қабул қилинган стратегияга асосан тартибга солинадиган нархлар корхоналарга нисбатан аҳоли учун секинроқ оширилди. Ишлаб чиқарувчилар харажатларининг ошиши кечиктирилган инфляциянинг кучайиши билан изоҳланади.

Иккинчидан, прогнозни ишлаб чиқиш вақтида ташқи шароитларда алмашув курсининг ўтказиш таъсири яъни импорт товарлар нархлари орқали ички нархларига кучли босим кўрсатувчи кескин ўзгаришлар сақланиб қолиши кутилган эди.

Учинчидан, янги йил байрами арафасида ички истеъмол бозорида талаб миқдори кескин ошмаганлиги ҳамда бозорларда товарлар таклифи ҳажмининг етарли даражада бўлиши натижасида ушбу даврда истеъмол талабининг одатий жонланиши нархларга катта таъсир кўрсатмади.

Тўртинчидан, нархларнинг 2019 йил январь ойидан солиқ тизимига киритилган ўзгаришларга (айниқса, ҚҚС базаси кенгайишига) дастлабки мослашуви амалга ошмади. 2018 йилнинг охиригача аксарият компания ва корхоналар солиқ тизимидаги ўзгаришларнинг ишлаб чиқариш харажатларига таъсири борасида аниқ тасаввурга эга бўлмадилар. Бундай ноаниқлик шароитида бизнес субъектлари нарх ва тарифларни ошириш масаласини солиқ қонунчилигидаги ўзгаришлар кучга киришига қараб вазиятнинг ойдинлашишигача қолдиришди.

Бешинчидан, 2018 йил IV чорагида пул-кредит сиёсатининг қатъийлаштирилиши истеъмол кредитларини камайтириш ҳамда аҳоли ва бизнес субъектларининг жамғариш фаоллигини рағбатлантириш орқали ички истеъмол талабининг барқарор бўлишига хизмат қилди.

Инфляцияга монетар омиллар таъсири таҳлили

Эконометрик таҳлиллар натижалари шуни кўрсатмоқдаки, 2018 йил якунлари бўйича монетар омилларнинг нархлар динамикасига

таъсир даражаси абсолют қийматда паст даражада бўлсада, статистик жиҳатдан аҳамиятли бўлиб бормоқда. Шунингдек, 2017 йил учун баҳолашлар кўрсатишича, ушбу даврда алмашув курси инфляцияга энг катта таъсир кўрсатган.

Таҳлилда 2010 йил январдан 2018 йил декабргача бўлган даврдаги ойлик маълумотлардан фойдаланилди.

2010 йил январдан 2018 йил сентябргача танланма тўпламда “самарали M0” кўрсаткичининг инфляцияга таъсири давомийлиги 7 чоракчани ташкил этди. Моделга 2018 йилнинг IV чораги маълумотлар қўшилганда мазкур кўрсаткич таъсири давомийлиги ва импульс таъсир даражаси ўзгаришсиз қолди.

Бундан ташқари, баҳолашлар шуни кўрсатмоқдаки, валюта бозори либерализациясигача (2017 йил сентябрь ойигача) пул агрегатининг (M2) нархлар динамикасига таъсир даражаси жуда паст бўлган. Таҳлили учун 2010 йил январь-2018 йил сентябрь танланма тўпламидан фойдаланилганда пул массаси инфляцияга ўртача таъсир кўрсата бошлади. Таъсир давомийлиги 7 чоракча давом этди. Танланма 2018 йил охиригача кенгайтирилганда M2нинг нархлар динамикасига таъсири давомийлиги кутилганидек ўзгармасдан сақланиб қолди. Иккила вазиятда ҳам M2нинг нархлар динамикасига таъсирининг энг кучли таъсир (пик) нуқтаси 2 чоракдан сўнг кузатилди ва нархларнинг пул массаси ўзгаришига реакцияси мутлақ қиймати паст даражада сақланиб қолди.

Умуман олганда, модел натижалари шуни кўрсатмоқдаки, 2018 йилда инфляциянинг монетар омиллари аниқ намоён бўла бошлади, лекин пул-кредит сиёсатининг макро кўрсаткичларга таъсири маълум бир даврий кечикиш (лаг) билан юз берганлиги боис, 2018 йилнинг IV чорагида пул-кредит сиёсати қатъийлаштирилишининг таъсирини ишончли баҳолаш маълум бир вақт ва кўпроқ миқдорда кузатишларни талаб қилади.

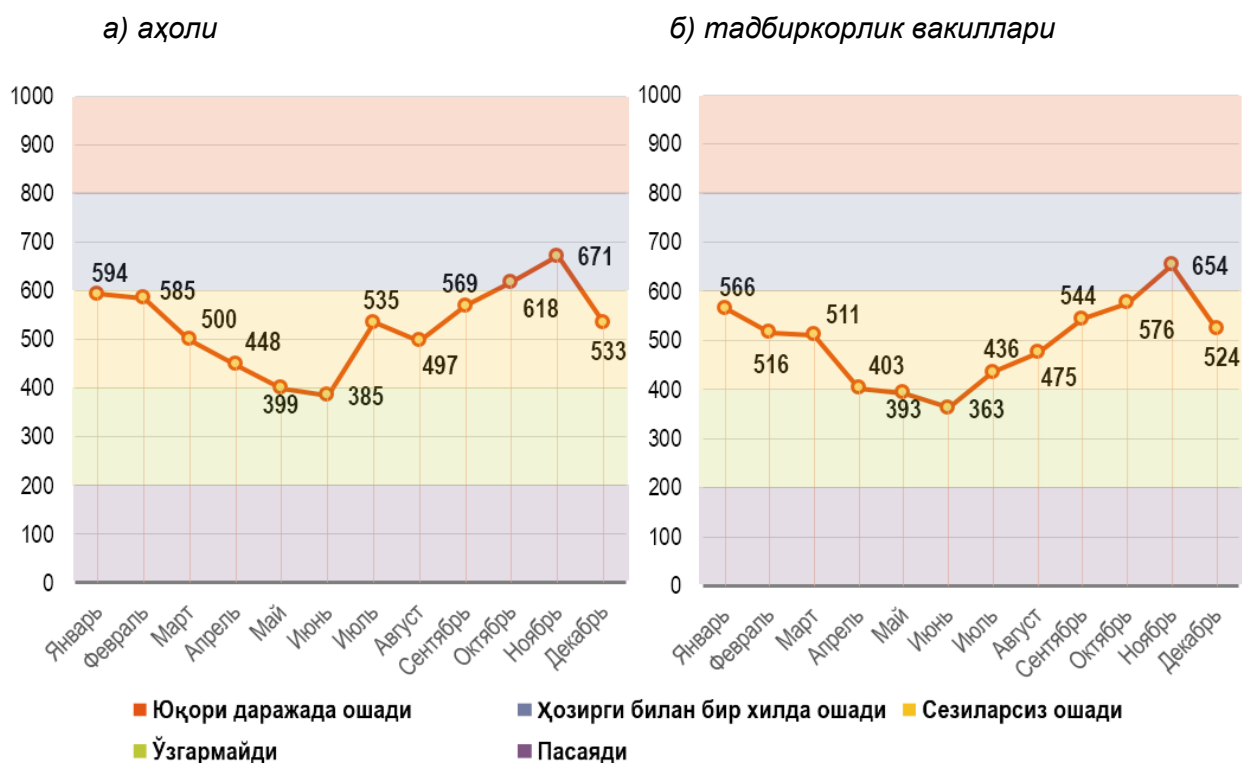
Кутилмалар канали

2018 йил IV чорагида аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг қисқа муддатли (кейинги бир ойда) ва ўрта муддатли (кейинги бир йилда) истиқболда инфляцион кутилмалари пессимистик (салбий) характерга эга бўлди.

Коммунал хизматлар тарифларининг оширилиши, иш ҳақларининг ошиши, шунингдек IV чорада сўмнинг қадрсизланиши аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари томонидан сезилган инфляция даражасида акс этди. Бу, ўз навбатида, уларнинг инфляцион кутилмаларига таъсир кўрсатди.

10-расм

2018 йилда қисқа муддатли инфляцион кутилмалар индекси динамикаси



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоби

2018 йилнинг IV чораги давомида инфляцион кутилмалар ўзгарувчан тенденцияси кузатилди. Хусусан, октябрь-ноябрь ойларида қисқа ва ўрта муддатли инфляцион кутилмалар² индекслари июль ойида бошланган ўсишда давом этган бўлса, декабрь ойида сезиларли даражада пасайди. Бунда юқори тебранишлар қисқа муддатли кутилмаларда юз берди.

Таъкидлаш лозимки, октябрь-ноябрь ойларида жисмоний ва юридик шахсларнинг қисқа муддатли инфляцион кутилмалари мос равишда 18% ва 20%га кўтарилиб бир хил тенденцияга эга бўлди ва

²Инфляцион кутилмалар индекси – баланс усули яъни сезилган инфляцияни баҳолаш бўйича саволларга респондентларнинг жавобларини мувозанатлаштириш асосида ҳисобланган умумлаштирувчи кўрсаткич. Ушбу индекс 0 дан 1000 гача бўлган қийматни ўз ичига олади.

декабрь ойига келиб қайта пасайиш кузатилди ва йил охирида сентябрь ойидаги даражасидан нисбатан ҳам паст бўлди (мос равишда 533 ва 524 бандлар) (10-расм).

Декабрь ойида қисқа муддатли кутилмаларнинг кескин пасайишига сабаб бўлган омиллардан бири аҳоли ва бизнес вакилларининг янги йилдан кейинги даврда ички бозорда бозорида савдо фаоллигининг сустлашиши борасидаги тахминлари бўлди.

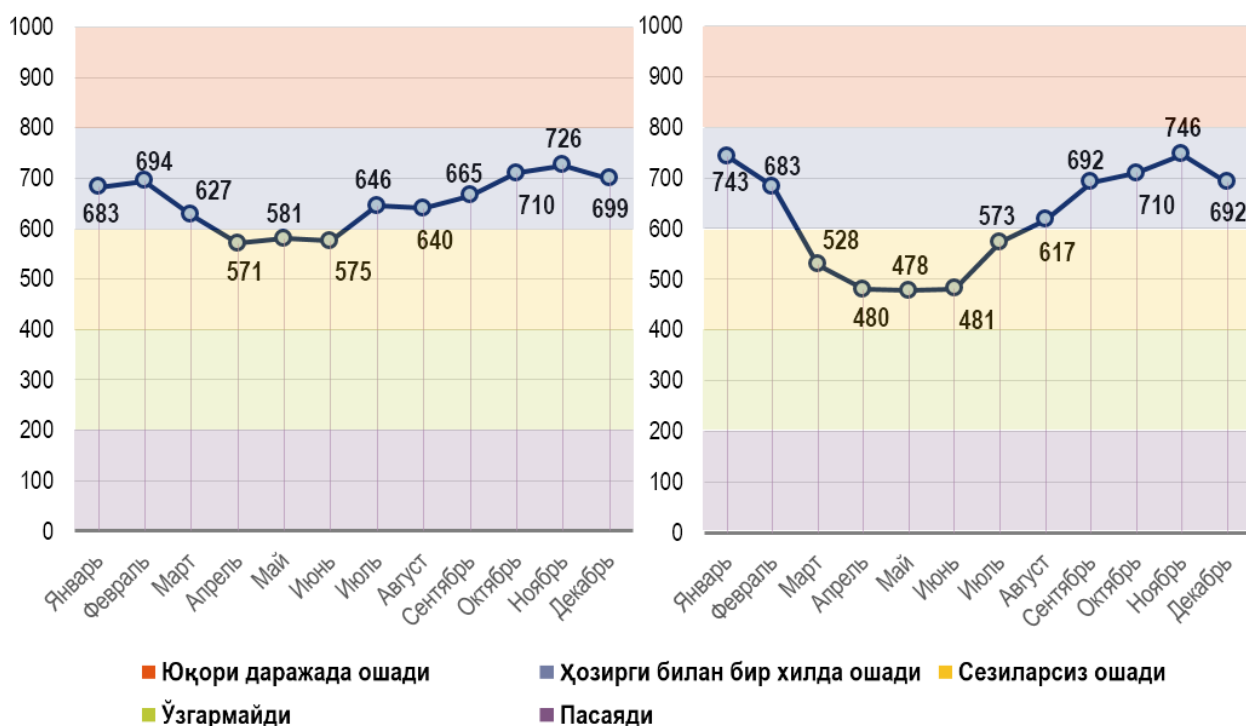
Ноябрь ойига қадар аҳоли ва тадбиркорлик вакилларининг ўрта муддатли инфляциян кутилмалари ҳам қисқа муддатли кутилмалар сингари ўсиш тенденциясига эга бўлди ва кутилмалар индекси мос равишда 726 ва 746 бандларни ташкил этди.

11-расм

2018 йилда ўрта муддатли инфляциян кутилмалар индекси динамикаси

а) аҳоли

б) тадбиркорлик вакиллари



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоби

Бироқ кутилмалар суръати ўсиши декабрь ойида бир текис пасайди ҳамда октябрь ва ноябрь ойларидаги кескин ўсишни пасайтириш имконини берди. Шундай қилиб, IV чорак якунлари бўйича аҳолининг ўрта муддатли инфляциян кутилмалари сентябрь ойи билан

таққослаганда 5%га кўтарилиб 699 бандни ташкил қилган бўлса, бизнес субъектларининг кутилмалари даражаси декабрь ойида сентябрь ойидаги даражасигача камайди (692 банд) (11-расм). Декабрь ойида респондентларнинг қисқа муддатли кутилмалари тушиши янги йил байрамидан кейин истеъмол талабининг пасайиши билан изоҳланди. Ўз навбатида, ўрта муддатли кутилмалар ташқи савдо шароитларининг яхшиланиши, импорт товарлар ҳажмининг ошиши ва келажакда сўм қадрининг мустаҳкамланиши борасидаги тахминларга асосланади.

Умуман олганда, ўрта муддатли истиқболда инфляцион босимнинг сезиларли даражада сақланиб қолиши кутилмоқда. Унинг асосий манбаси ноябрь ойида энергия ресурслари нархлари ошиши ва 2019 йил июнь ойида кутилаётган навбатдаги оширилишнинг таъсири давом этиши, солиқ ислохотларининг тадбиркорлик фаолиятига билвосита таъсири, миллий валюта қадрсизланиши бўйича кутилмалар, шунингдек кредитларга бўлган талабнинг ошиши бўлади.

Инфляция омилларини ўрганишлар шуни кўрсатмоқдаки, қишлоқ хўжалигида ноқулай шароитларга қарамасдан, мева-сабзавот маҳсулотларини сақлаш ва ташиш учун инфраструктура яратишга йўналтирилган инвестициялар ҳажми ва хусусий сектор ролининг ошиши, шунингдек ташқи савдони эркинлаштириш 2018 йил IV чорақда мева ва сабзавотлар таклифининг етарли даражасини таъминлашга ҳамда уларнинг кескин қимматлашиб кетишини олдини олишга ёрдам берди.

Рақобатни эркинлаштириш ва ривожлантириш борасида ислохотларни давом эттириш, шунингдек пул-кредит сиёсати ва солиқ-бюджет сиёсатини ўзаро мувофиқлаштириб бориш инфляцияни прогноз даражасида ушлаб туришга ёки прогноз кўрсаткичидан пасайтиришга эришишга ёрдам беради.

III. Пул-кредит шароитлари

2018 йилнинг IV чорагида Марказий банк томонидан пул-кредит сиёсати инструментларини такомиллаштириш ҳамда янгиларини жорий қилиш орқали иқтисодиётда инфляцион босимни пасайтиришга қаратилган эҳтиёткорона пул-кредит сиёсат юритишни давом эттирилди.

2018 йил III чорагида инфляцион кутилмалар ҳамда инфляцион босимни пасайтириш мақсадида қайта молиялаш ставкаси 2 фоизли бандга оширилиб, 2018 йил 25 сентябрдан эътиборан 16 фоизни ташкил этди. Қайта молиялаш ставкасининг оширилиши 2018 йилнинг IV чораги давомида пул-кредит шароитларини қатъийлаштириш, кредит ўсиш суръатларини мўътадиллаштириш ва муддатли депозитлар бўйича ижобий реал фоиз ставкаларни сақлаб қолиш имконини берди. Бу эса, миллий валютада жамғаришга бўлган жозибадорликни оширишга хизмат қилди.

Ликвидлик таҳлили

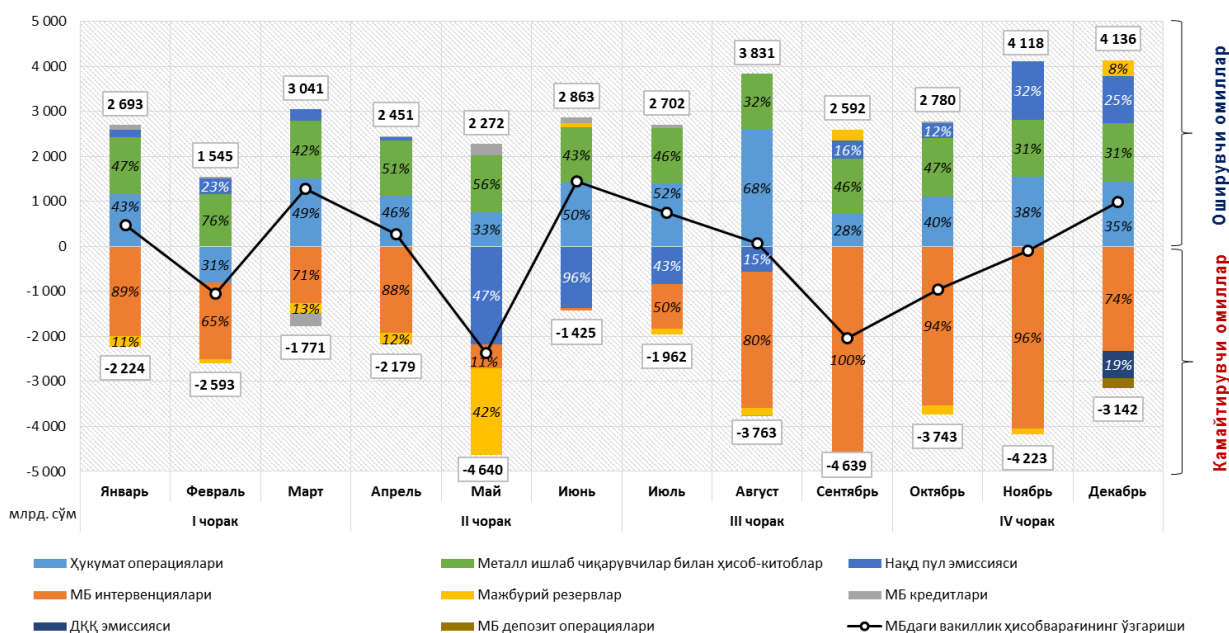
2018 йилнинг IV чорагида банк тизимидаги ликвидлилик миқдори Марказий банк томонидан пул-кредит шароитларини ўзгартириш ва инструментларни такомиллаштириш борасида кўрилган чоралар, Ҳукумат операциялари ва бошқа мавсумий омиллар ҳисобига ўзгарувчан хусусиятга эга бўлди. 2018 йилнинг октябрь ва ноябрь ойларида банк тизимидаги ликвидлиликнинг ўртача ойлик қолдиғи пасайган бўлса, декабрь ойида ликвидлилик ўсиш суръати кузатилди. 2018 йилнинг IV чорагида тижорат банкларнинг Марказий банкдаги вакиллик ҳисобварақларининг ўртача ойлик қолдиғи ўтган III чоракка нисбатан 30 фоизга пасайди.

2018 йилнинг IV чорагида Марказий банкнинг ички валюта бозоридаги интервенциялари, нақд пул эмиссиялари, Марказий банк томонидан амалга оширилган депозит аукционлари ҳамда давлат қимматли қоғозларининг бирламчи жойлаштирилиши банк тизимидаги ликвидлиликни пасайтирувчи асосий омиллардан бўлди.

2018 йилнинг ўтган чорақлари каби IV чорақда ҳам Марказий банкнинг ички валюта бозоридаги **интервенциялари** ортиқча ликвидликни стерилизация қилишда муҳим аҳамият каб этди. Шунингдек, 2018 йилнинг IV чорагида амалга оширилган интервенция ўтган чорақларда тўлиқ стерилизация қилинмаган ликвидликни олиш ҳамда ишлаб чиқарувчилардан монетар олтинни сотиб олиш ҳисобига пайдо бўлган ликвидликнинг йиллик ҳажмини стерилизация қилиш имконини берди.

12-расм

Банк тизими ликвидлигини шакллантирувчи омиллар



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоби

2018 йилнинг IV чорагида соф интервенциялар ҳажми 1,2 млрд. долл.ни ташкил этиб, ўтган уч чорақнинг ўртача чорақлик кўрсаткичига нисбатан 573 млн. долл.га ошди. 2018 йилнинг IV чорагида интервенцияларнинг стерилизация таъсири 9,9 трлн. сўмни ташкил этди.

Монетар олтинни сотиб олиш бўйича операциялар (3,9 трлн. сум) ва Ҳукуматнинг операциялари (4,1 трлн. сум) ликвидликни оширувчи омиллар бўлди (12-расм).

Иш ҳақи ва бошқа бюджет харажатларининг ошиши Ҳукумат ҳисобрақамидаги қолдиқнинг пасайишига олиб келди ҳамда банк тизими ликвидлигининг кўпайишига сабаб бўлди.

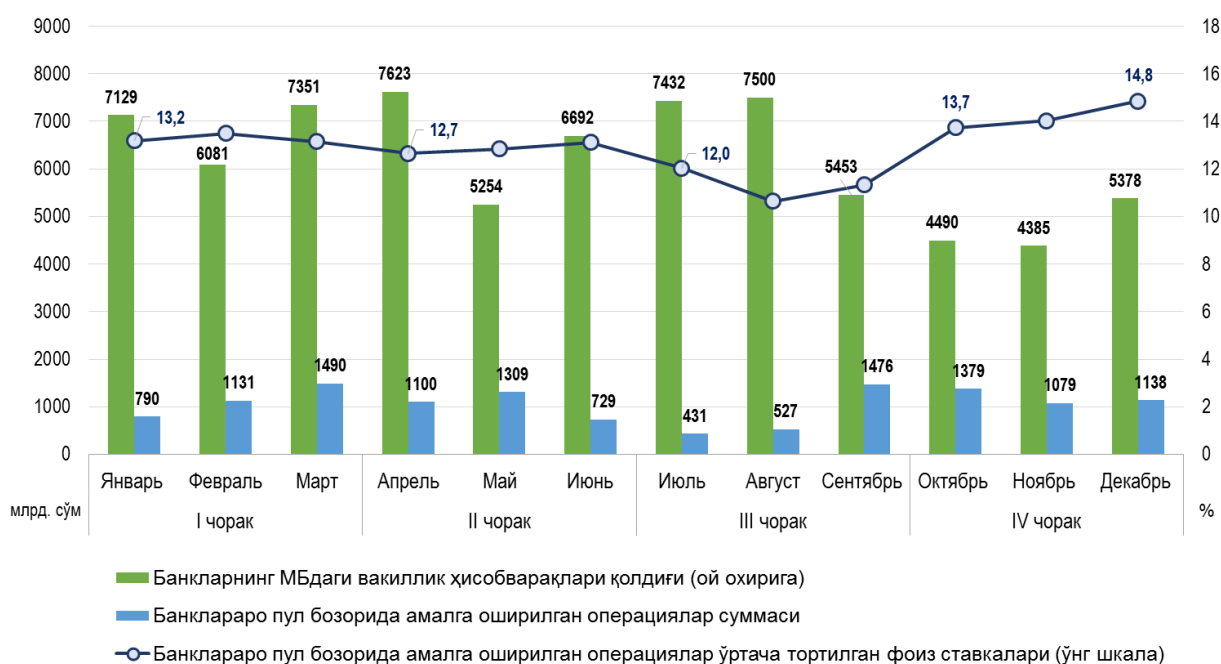
Умуман олганда, бюджет харажатларининг ўзгариши ва интервенциянинг номутаносиблиги ликвидлик шаклланишида муқобил омилларнинг ўрни юқори эканлигини кўрсатмоқда ва бу эса ўз навбатида инструментлар етарли тўпламининг мавжуд бўлиши зарурлигини билдиради.

Банкларо пул бозори

2018 йилнинг IV чорагида пул бозоридаги операциялар ҳажмининг ошиши кузатилди. 2018 йилнинг III чорагида банкларо пул бозоридаги операциялар ҳажми 2,43 трлн. сўми, IV чорақда эса 3,6 трлн. сўм ташкил этди. IV чорақда пул бозоридаги фаолликнинг ошиши қисқа муддатли ликвидликка бўлган талабнинг ортиши ва 2018 йилнинг октябрь-ноябрь ойларида тижорат банклари вакиллик ҳисобварағи қолдиғи камайиши билан боғлиқ бўлди (13-расм).

13-расм

Банкларо пул бозоридаги операциялар ставкалари ва ҳажмлари



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоби

Банк тизимидаги ликвидлик ҳажмининг ўзгариши ҳамда қайта молиялаш ставкаси оширилишидан сўнг пул-кредит шароитининг қатъийлаштирилиши ҳисобига банкларо депозитлар бўйича ўртача

тортилган фоиз ставкалари III чоракка нисбатан 2,9 фоиз бандга ўсиб 14,2 фоизни ташкил этди. Марказий банк ўзининг қарорлари бўйича банклар билан фаол коммуникация олиб боришини ҳамда бозор механизмлари асосида пул бозоридаги ставкаларига таъсир кўрсатиш бўйича ишора беришни бошлади.

2018 йил декабр ойида банк тизимида ликвидлиги ошишига қарамадан Марказий банк пул-кредит сиёсати инструментларидан кенг фойдаланиш орқали банклараро пул бозорида фоиз ставкалар даражасини қайта молиялаш ставкасига яқинлаштиришга эришди.

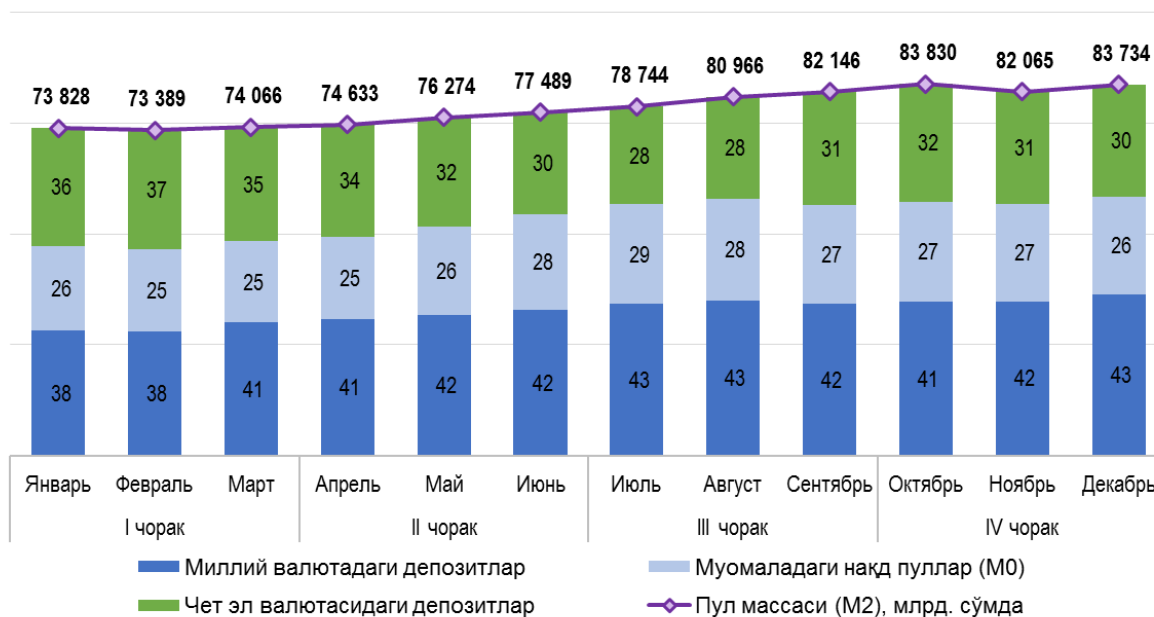
Пул-кредит кўрсаткичлари

2018 йилнинг IV чорагида кенг маънодаги пул массаси 1,9 фоизга ёки 1,6 трлн. сўмга ошди. Миллий валютадаги пул массаси 1,9 трлн. сўмга, чет эл валютасидагиси эса 0,3 трлн. сўмга пасайди (14-расм).

Иқтисодиётга кредитлар ҳажмининг юқори суръатларда ўсиши пул массаси ўзгаришининг асосий омили бўлди. Хусусан, 2018 йилнинг IV чорагида миллий валютадаги кредит қўйилмаларнинг қолдиғи 8 фоизга ёки 5,5 трлн. сўмга ошди (2018 йилнинг III чорагида – 17 фоизга ёки 10,3 трлн. сўмга).

14-расм

Пул массаси таркиби



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоби

Умуман олганда, 2018 йилда кенг маънодаги пул массаси 14,4 фоизга ёки 10,5 трлн. сўмга (2017 йилда – 40,2 фоизга ёки 21,0 трлн. сўм). Шунингдек, миллий валютадаги пул массаси 23 фоизга ёки 10,9 трлн. сўмга ошди.

2018 йилда банкларнинг миллий валютадаги кредит қўйилмалари 74 фоизга ёки 31,9 трлн. сўмга (2017 йилда – 38 фоиз ёки 11,8 трлн. сўм), хорижий валютадаги кредит қўйилмалари ҳажми эса 2,6 млрд. долл.га (2017 йилда – 1,3 млрд. долл) ёки 2017 йилдаги ўсишга нисбатан 2 бараварга ошди.

2018 йилда пул массаси таркибида қуйидаги ижобий тенденциялар кузатилди:

– пул массасининг 14,4 фоизга ошишига қарамасдан нақд пулнинг жами пул массасидаги улуши 26 фоиз атрофида йил бошига нисбатан ўзгаришсиз қолди;

– хорижий валютадаги депозитлар улушининг 6 фоиз бандга пасайиши ҳамда миллий валютадаги депозитлар улушининг 5 фоиз бандга ошиши иқтисодиётдаги долларизация даражасининг пасайишини кўрсатмоқда.

Пул-кредит сиёсати инструментларининг қўлланилиши

2018 йилнинг IV чорагида Марказий банк томонидан пул-кредит сиёсати инструментлари ва уларни қўллаш механизмини такомиллаштириш ҳамда илғор халқаро тажрибаларга асосланган янги бозор инструментларини жорий қилиш давом эттирилди.

15-расм

2018 йилнинг IV чорагида пул-кредит сиёсатларидаги асосий ўзгаришлар



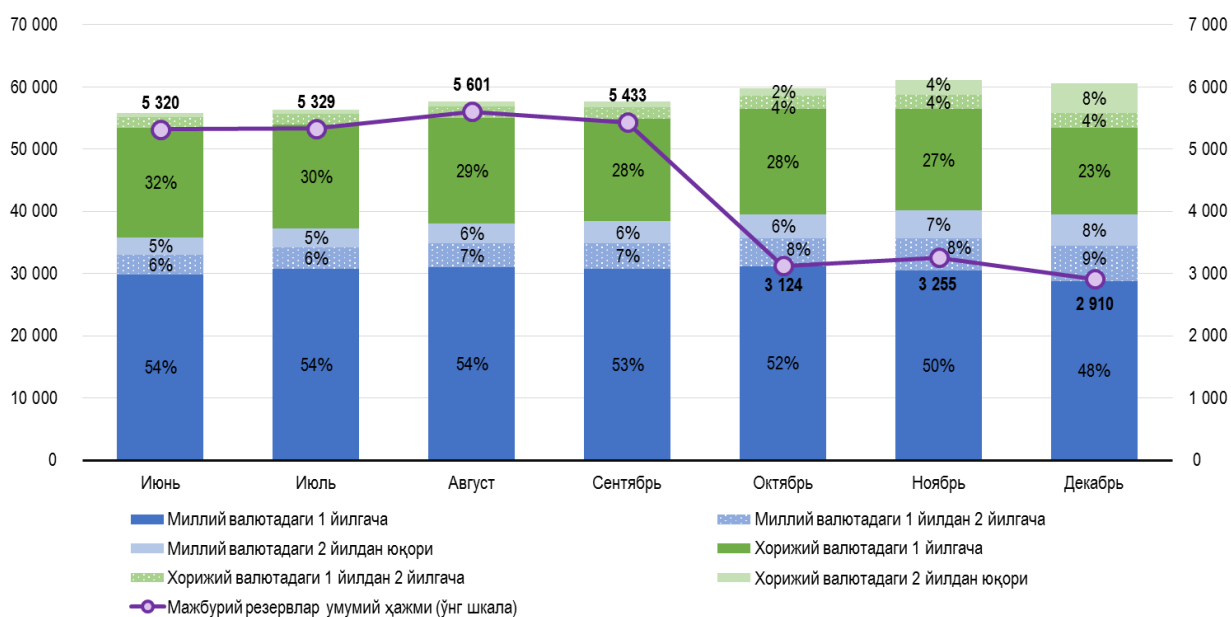
Мажбурий захиралаш

Июнь ойидаги мажбурий резервлаш механизмига киритилган ўзгаришлардан сўнг 2018 йилнинг 1 октябрида пул-кредит сиёсатининг мазкур инструментиغا яна бир бор ўзгартириш киритилди. Бунда, тижорат банклар томонидан жалб қилинган мажбуриятнинг валюта туридан қатъи назар мажбурий резервларни фақатгина миллий валютада шакллантириш тартиби жорий қилинди, жисмоний ва юридик шахсларнинг депозитлари бўйича фоиз ставкалар бирхиллаштирилди, юридик шахсларнинг миллий валютадаги депозитлари учун нормативлар пасайтирилди ва хорижий валютадаги депозитлари учун эса нисбатан юқорироқ нормативлар ўрнатилди.

Мазкур ўзгаришлар миллий валютадаги депозитларнинг жозибдорлигини ошириш, иқтисодиётда долларизация даражасини пасайтириш ва банк тизимидаги ликвидликни тартибга солишнинг бозор механизми самарадорлигини оширишга қаратилди.

16-расм

Мажбурий резервга тортиладиган маблағлар таркиби



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоби

Мажбурий резервлаш тартибининг ўзгариши тижорат банклари томонидан ўз депозит сиёсатларини қайта кўриб чиқишлари учун туртки бўлди ва юқорироқ фоиз ставка таклиф қилиш орқали миллий валютадаги узоқ муддатли депозитларни жалб қилишни бошлади.

Хусусан, банклар томонидан жалб қилинган бир йилдан ортиқ муддатли миллий ҳамда чет эл валютасидаги депозитлар ҳажми йилнинг иккинчи ярим йиллигида кескин ошди (16-расм).

2018 йил июнь-декабрь ойларида бир йилдан узоқ чет эл валютасидаги депозитларнинг жами мажбурий резервга тортиладиган маблағлардаги улуши 4,2 фоиздан 11,7 фоизгача ошди. Мазкур даврда миллий валютадаги бир йилдан узоқ муддатли депозитлар улушининг 10,5 фоиздан 17,8 фоизга ўсганлиги жамғарма каналини фаоллашганлигидан дарак беради. Бунда, мажбурий резервга тортиладиган қисқа муддатли ва талаб қилиб олингунча депозитларнинг улуши июнь ойидаги 54 фоиздан декабрь ойида 48 фоизгача камайди.

Мажбурий резервлаш тартибининг ўзгариши тижорат банкларининг депозит ва кредит фоиз ставкаларига ҳам таъсир кўрсатди. Мазкур ўзгаришнинг фоиз ставкаларига таъсири фоиз канали таҳлилида батафсил ёритилган.

Ликвидлик тақдим қилиш ва олиш бўйича янги инструментлар

2018 йилнинг 10 ноябридан бошлаб ликвидлик тақдим қилиш ва олиш бўйича янги турдаги операциялар ҳамда улар бўйича йиллик фоиз ставкалари ўрнатилди. Хусусан, Марказий банкнинг:

– хорижий валюта гарови остида қисқа муддатли қайта молиялаш кредитларини аукцион тарзда тақдим этиш;

– давлат қимматли қоғозларини жойлаштириш бўйича аукцион операцияларини ўтказиш;

– Тижорат банкларнинг маблағларини аукцион тарзда Марказий банкнинг қисқа муддатли депозитларига жалб қилиш;

– Тижорат банкларнинг маблағларини қатъий фоиз ставкасида Марказий банкнинг қисқа муддатли депозитларига жалб қилиш операциялари бўйича параметрлари ўрнатилди.

Депозит аукционлари

2018 йилнинг 12 декабрдан эътиборан Марказий банк ортиқча ликвидликни жалб қилиш бўйича депозит аукционлар ҳамда давлат

қимматли қоғозларини (ДҚҚ) жойлаштириш бўйича аукционларни ўтказишни бошлади.

2018 йилнинг 12 декабрида дастлабки ўтказилган депозит аукционларида еттита тижорат банкдан 449 млрд. сўмлик маблағ жалб қилинди. Шундан, 346 млрд. сўми икки ҳафталик депозитга 16 фоизлик ставкада ва 103 млрд. сўм бир ойлик депозитга 17 фоизлик ставкада жойлаштирилди.

2018 йилнинг 19 декабрида ўтказилган иккинчи депозит аукционидан тўртта тижорат банкдан 120 млрд. сўмлик маблағ 2 ҳафталик депозитга ўртача тортилган 14,65 фоизлик ставкада жалб қилинди.

Марказий банк томонидан пул-кредит сиёсатининг банклараро пул бозоридаги фоиз ставкаларни шакллантириш бўйича операцион мақсадидан келиб чиққан ҳолда депозит аукционларини ўтказиш параметрлари ўрнатилди.

Депозит аукционлари ўзининг анъанавий функциясини бажара олмаган бўлсада, ликвидлик олиш бўйича операцияларнинг бошланиши банкларга Марказий банкнинг банклараро фоиз ставкаларини операцион мақсади атрофида ушлаб туриш учун жиддий мақсад қўйганлигини ишора берди.

Давлат қимматли қоғозларининг жойлаштирилиши

2018 йилнинг декабрь ойида Давлат қимматли қоғозлари (ДҚҚ) билан операциялар кўп йиллардан бери илк бор қайта йўлга қўйилди. Марказий банк фискал агент сифатида ДҚҚларни тижорат банкларга жойлаштирди. ДҚҚ бир йилгача бўлган муддатга “ноль” дисконтли фоиз ставка ҳамда бир йилдан ортиқ муддатга купонли фоиз ставка билан муомалага чиқарилди.

ДҚҚларни аукционда жойлаштириш 2018 йилнинг 26-28 декабрь кунлари давомида уч босқичда Ўзбекистон Республика валюта биржасида ўтказилди. ДҚҚларнинг жойлаштирилган жами суммаси 592,1 млрд. сўми ташкил этди (17-расм).

Жумладан:

– дастлабки аукционда 197 100 та ДҚҚлари 184,1 млрд. сўмга жойлаштирилди (муомалага чиқарилган ҳажмнинг 98,5 фоизи). Аукционда жойлаштирилган ДҚҚларни сўндириш кунида (2019 йил

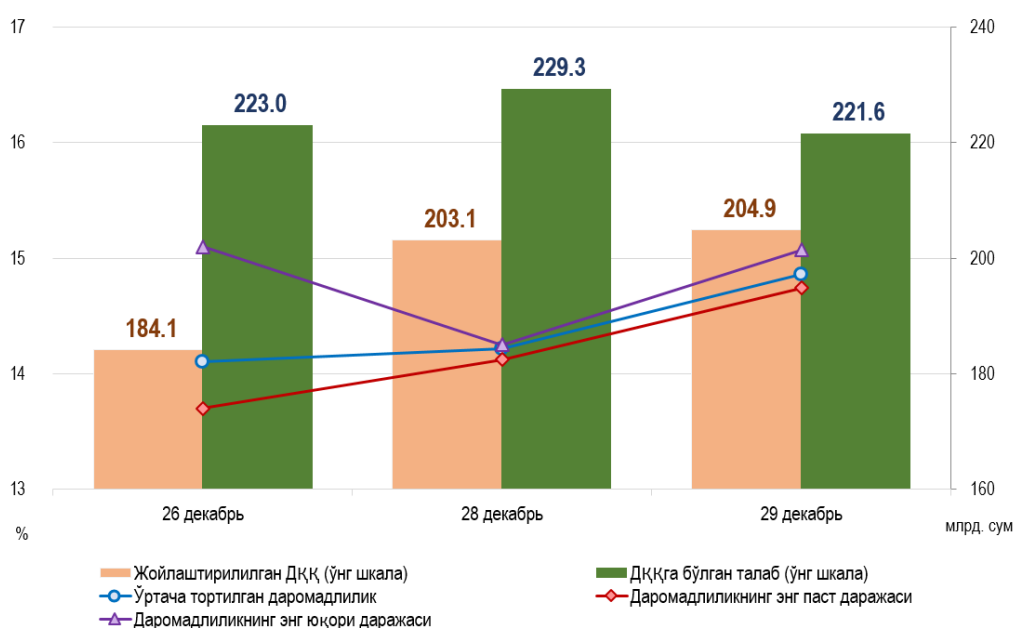
26 июнь) қайтариладиган маблағ 197,1 млрд. сўмни ташкил этади. Мазкур қимматли қоғознинг ўртача тортилган даромадлиги 14,1 фоиз, даромадликининг минимал даражаси 13,7 фоиз ва максимал даражаси (чегаравий нархи бўйича) 14,1 фоизни ташкил этди;

– иккинчи аукционда 200 000та ДҚҚлари 203,1 млрд. сўмга жойлаштирилди (муомалага чиқарилган ҳажмнинг 100 фоизи). Аукционда жойлаштирилган ДҚҚларни сўндириш кунида (2019 йил 27 декабрь) қайтариладиган маблағ 232 млрд. сўмни ташкил этади. Мазкур қимматли қоғознинг ўртача тортилган даромадлиги 14,22 фоиз, даромадликининг минимал даражаси 14,12 фоиз ва максимал даражаси (чегаравий нархи бўйича) 14,25 фоизни ташкил этди;

– учинчи аукционда 200 000 та ДҚҚлар 204,9 млрд. сўмга жойлаштирилди (муомалага чиқарилган ҳажмнинг 100 фоизи). Аукционда жойлаштирилган ДҚҚларни сўндириш кунида (2021 йил 24 декабрь) қайтариладиган маблағ 295,7 млрд. сўмни ташкил этади. Мазкур қимматли қоғознинг ўртача тортилган даромадлиги 14,86 фоиз, даромадликининг минимал даражаси 14,74 фоиз ва максимал даражаси (чегаравий нархи бўйича) 15,07 фоизни ташкил этди.

17-расм

ДҚҚ даромадлики ставкалари ва ҳажмлари



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоби

Марказий банк томонидан ДҚҚлар иккиламчи бозорида Марказий банкнинг иштирок этиш тартиби ишлаб чиқилди ва тасдиқланди. Мазкур тартибга асосан инвестор томонидан пулга бўлган талаб пайдо бўлган ҳолатда у ДҚҚларни ҳеч қандай чекловларсиз ва вақт йўқотишларисиз иккиламчи бозорда сотиши мумкин. Марказий банк тижорат банклари билан биргаликда ДҚҚни иккиламчи бозорда муомалада бўлишини таъминлайди ҳамда шу тариқа мазкур бозорнинг ликвидлиги доимий тарзда ушлаб турилади.

ДҚҚнинг муомалага чиқарилиши келажакда Марказий банкнинг асосий инструменти яъни очиқ бозордаги операцияларнинг ривожланишига асос бўлади ҳамда банк тизимидаги ликвидликни самарали тартибга солишга хизмат қилади. ДҚҚ бозори ривожланиши узоқ муддатли активлар бўйича даромад эгри чизиғини шаклланишига замин яратади.

Таъкидлаш жоизки, Марказий банкнинг депозит операциялари ҳамда ДҚҚлар бозорининг ривожланиши нафақат банк тизими ликвидлигини самарали бошқариш, балки бозор тамойиллари асосида иқтисодиётдаги фоиз ставкалари ҳамда фоиз коридорининг шаклланиши ва асосий ставкани жорий қилишга ҳам туртки бўлади.

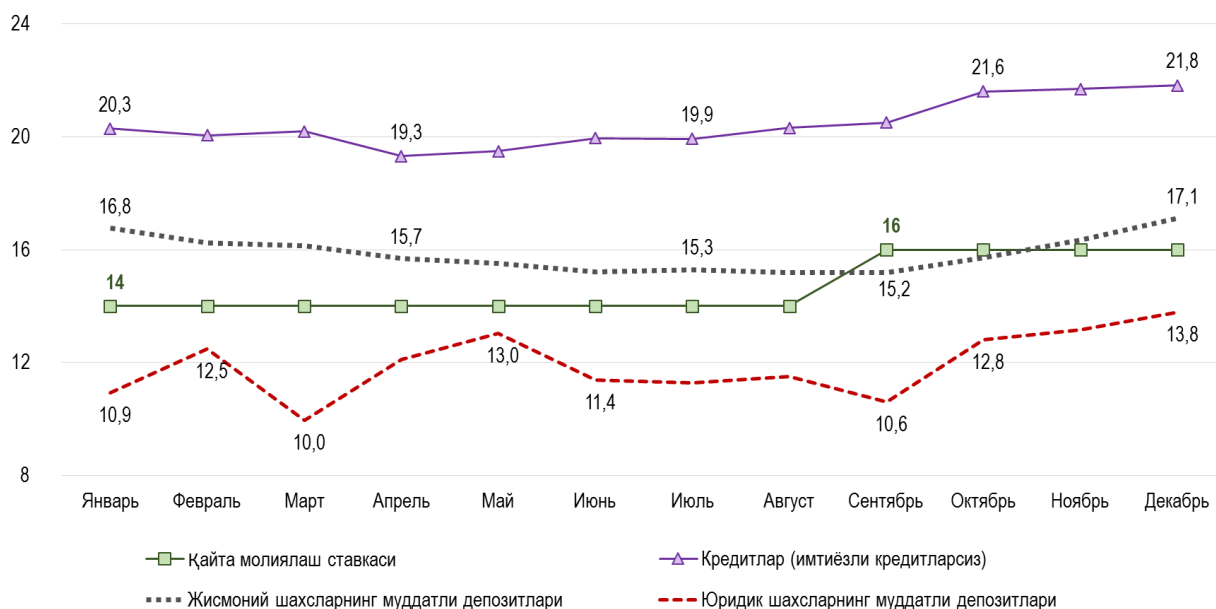
IV. Трансмиссион механизм

Фоиз канали

Марказий банкнинг ҳисоб китобларига кўра қайта молиялаш ставкасининг оширилиши дастлаб банклараро пул бозоридаги фоиз ставкаларга, кейинчалик эса иқтисодиётдаги бошқа фоиз ставкаларга (банкларнинг қисқа ва узоқ муддатли депозитлари ҳамда кредитлари) маълум бир кечикиш билан таъсир кўрсатди.

18-расм

Номинал фоиз ставкалари динамикаси



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоби

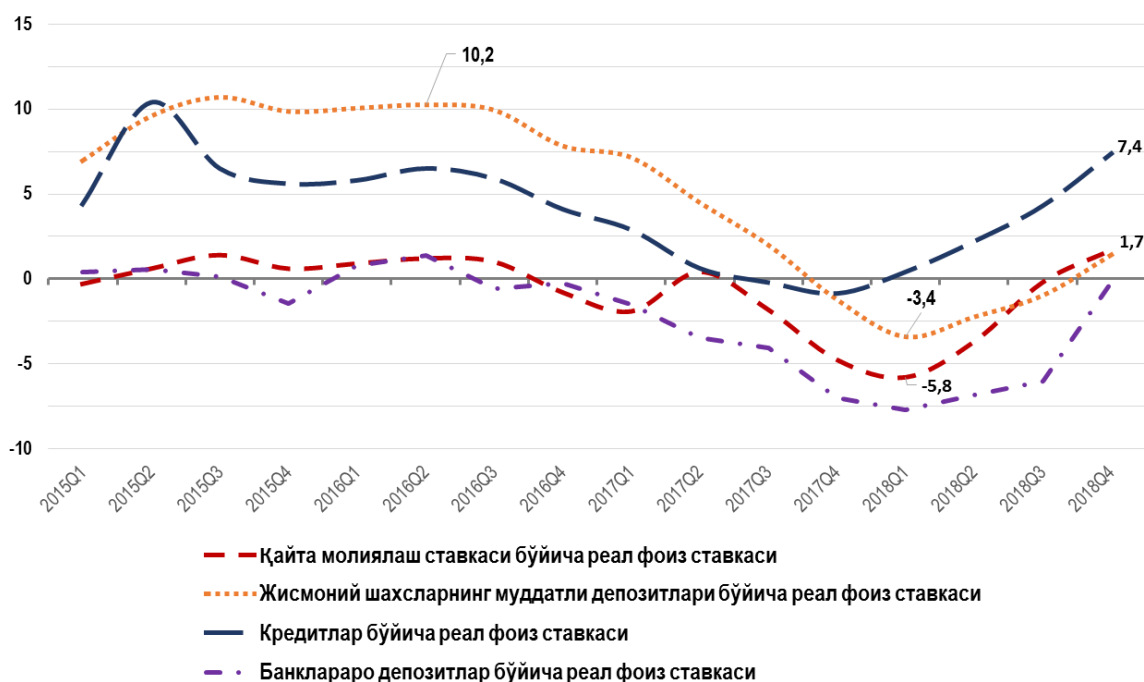
Хусусан, 2018 йилнинг IV чорагида юридик шахсларнинг муддатли депозитлари бўйича фоиз ставкалари 10,6 фоиздан 13,8 фоизгача, жисмоний шахсларнинг муддатли депозитлари бўйича ставкалар 15,2 фоиздан 17,1 фоизгача ва кредит бўйича фоиз ставкалари 20,5 фоиздан 21,8 фоизгача ошди (18-расм).

Пул-кредит шароитларини қатъийлаштириш бўйича амалга оширилган чоралар натижасида, иқтисодиётдаги номинал фоиз ставкалар ҳамда инфляция даражаси ўртасидаги тафовут қисқариб,

реал фоиз ставкаларни ижобий кўрсаткичларга яқинлаштирди. Жумладан, 2018 йил бошидаги банкларнинг депозитлари, банклараро депозитлари ҳамда қайта молиялаш ставкаси бўйича салбий реал фоиз ставкалар IV чорақда нольга яқинлашди, қайта молиялаш ставкаси бўйича эса мусбат кўринишга эга бўлди (19-расм).

19-расм

Реал фоиз ставкалари динамикаси



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоби

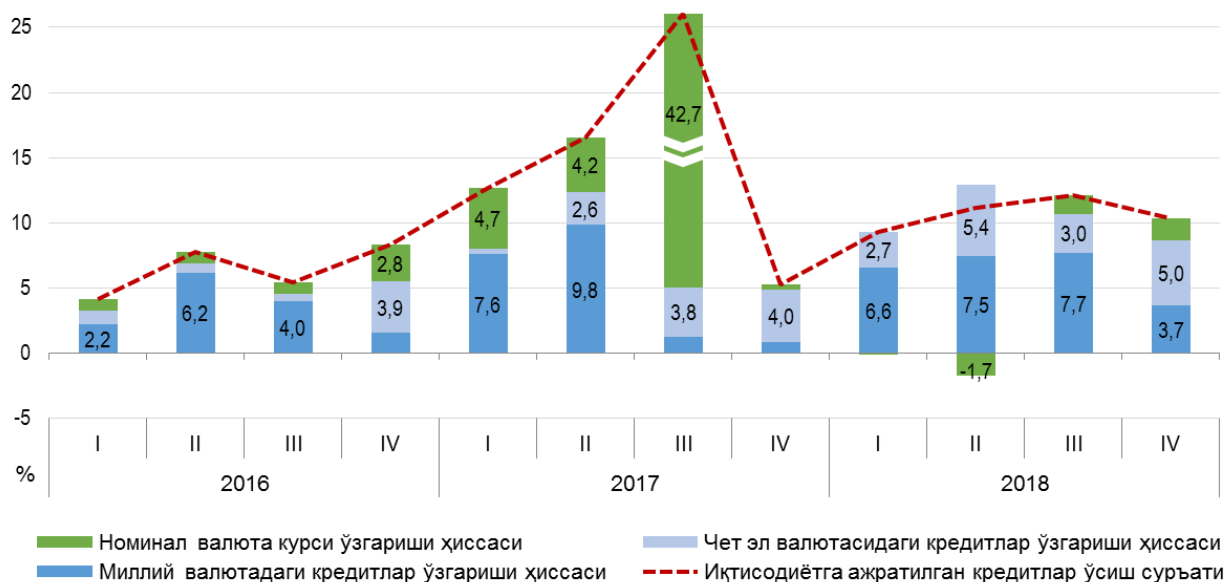
Кредит канали

2018 йилнинг IV чорагига келиб миллий валютадаги кредитлар ҳажмининг ўсиш суръатларида ўтган чорақларга нисбатан сезиларли пасайиш кузатилди. Лекин, 2017 йилнинг мос даври билан таққослаганда кредитлаш ҳажмининг ўсиш суръатлари юқориликча сақланиб қолди. Хусусан, сўм алмашув курси ўзгариши натижасида чет эл валютасидаги кредитлар қолдиғини қайта баҳолашларни ҳисобга олмаган ҳолда, иқтисодиётга ажратилган кредитлар қолдиғи ўсиши III чорақдаги 10,7 фоиздан IV чорақда 8,7 фоизгача пасайди. Бунда, миллий валютада ажратилган кредитлар ҳажми ўсиши ҳиссаси 7,7 фоиздан 3,7 фоизга пасайди (20-расм).

Шу билан бирга, миллий валюта қадрсизланиши давом этишига қарамасдан, хорижий валютада ажратилган кредитлар ҳажмининг жами кредитлар қолдиғи ўсишидаги ҳиссаси 2 фоизли бандга ошиб 5 фоизли бандни ташкил этди. Хорижий валютадаги кредитлаш ҳажмининг ўсиши, ўз навбатида, чет эл валютасидаги кредит фоиз ставкаларининг миллий валютадаги кредит фоиз ставкаларига нисбатан пастлиги, Ўзбекистон Тикланиш ва тараққиёт жамғармасининг кредитлари ва хорижий кредит линияларнинг ошиши билан изоҳланади.

20-расм

**Иқтисодиётга ажратилган кредитлар қолдиғи
ўсишининг таркиби
фоизда**



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоби

2018 йил IV чорагида пул-кредит шароитларининг қатъийлаштирилиши кредит канали орқали миллий валютадаги кредитлашни секинлаштирди ҳамда инфляциянинг монетар омиллари таъсирини камайтиришга хизмат қилди. Масалан, 2018 йилнинг I ва III чорагида хусусий корхона ва хўжалик юритувчи ташкилотларга берилган кредитлар ҳажми чораклик ўртача 3,6 трлн. сўмга кўпайган бўлса, IV чоракда ушбу кўрсаткич 2,4 трлн. сўмни ташкил этди.

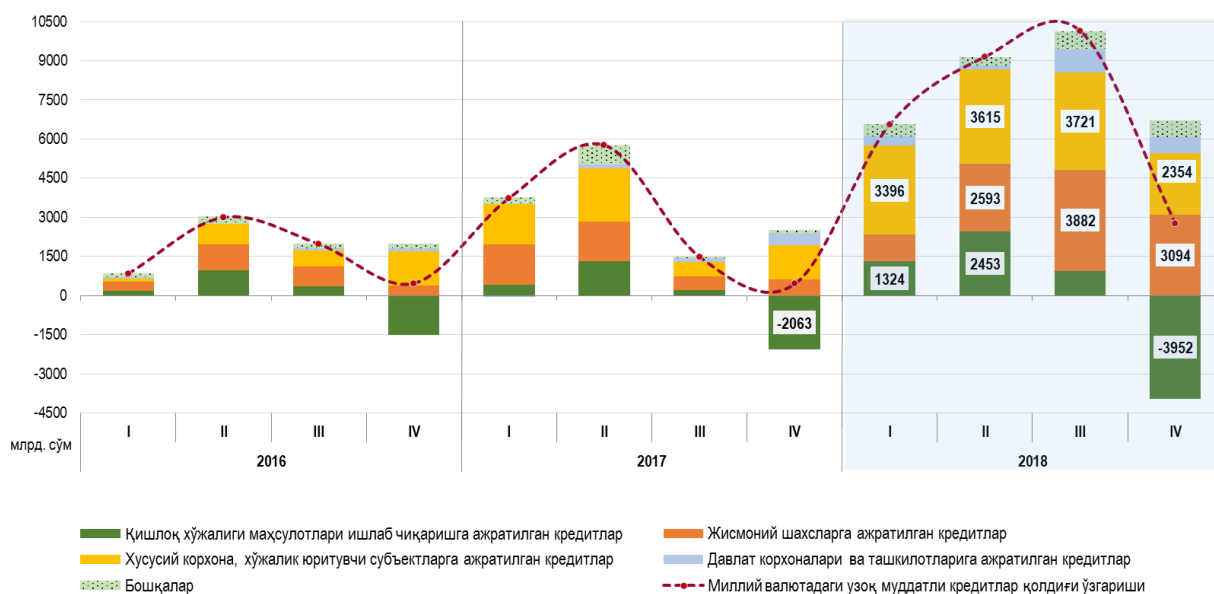
Бундан ташқари, жисмоний шахсларга ажратилган узоқ муддатли кредитларнинг аксарият қисми давлат дастурлари доирасида

молиялаштирилган имтиёзли ипотека кредитлар ва автокредитлар ҳиссасига тўғри келишига қарамасдан, IV чорақда кредитлар бўйича фоиз ставкаларининг ошиши ҳамда пруденциал чораларнинг кучайтирилиши жисмоний шахсларнинг узоқ муддатли кредитларга бўлган талабининг III чорақка нисбатан ўсиш даражасининг 788 млрд. сўмга пасайишига сабаб бўлди.

Шунингдек, 2018 йилнинг IV чорагида хўжалик юритувчи субъектлар ва жисмоний шахсларга ажратилган узоқ муддатли валюта кредитлари ҳажми 2017 йилнинг мос даврига нисбатан бир неча марта ўсди.

21-расм

Миллий валютадаги узоқ муддатли кредитлар қолдиғи ўзгариши
(аввалги чорақка нисбатан ўзгариши, млрд сўмда)



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

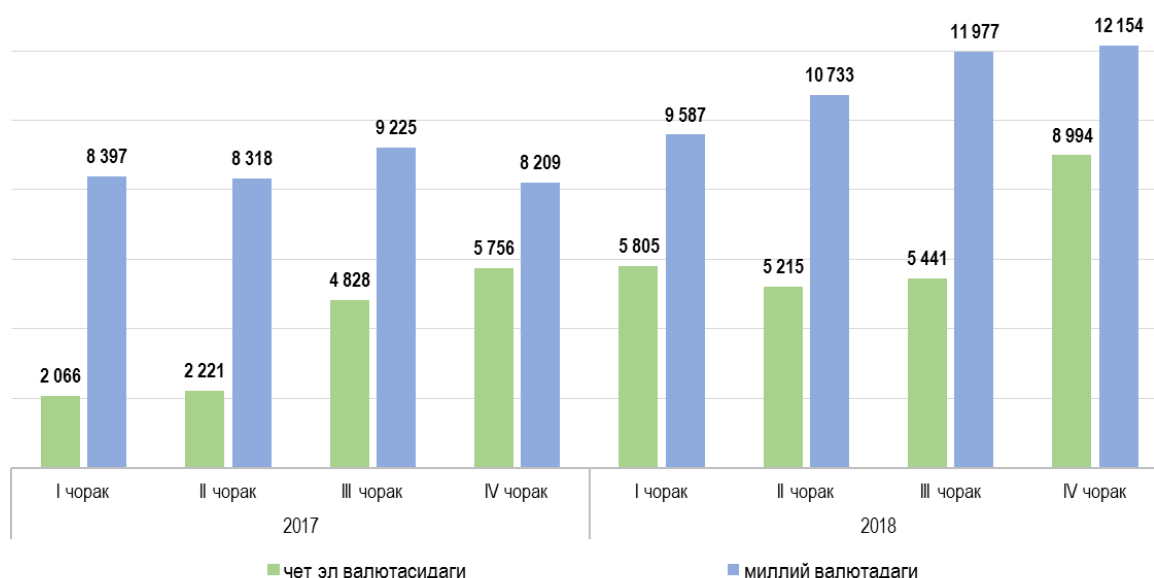
2018 йилнинг IV чорагида узоқ муддатли хорижий валютадаги кредитлар ҳажми сезиларли даражада ўсди. Жумладан, ушбу чорақда хусусий корхона ва хўжалик юритувчи субъектларга ажратилган кредитлар III чорақка нисбатан 510 млн. АҚШ долларига кўпайган бўлса, давлат корхона ва ташкилотлари томонидан 251 млн. АҚШ долларлик кредитлар жалб қилди (21-расм).

Жамғарма канали

2018 йилнинг август-сентябрь ойларида инфляцион кутилмалар ҳамда девальвацион босимнинг кучайиши ҳисобига жамғарма фаоллигининг сусайиши кузатилди. 2018 йилнинг сентябрь ойида қайта молиялаш ставкасининг оширилиши ва октябрь ойида мажбурий резервлаш нормативларининг ўзгартирилиши қисқа муддатда вазиятни ўнглаш ва жамғариш фаоллиги динамикасини қайта тиклашга имкон берди. Натижада, 2018 йил IV чорагида миллий валютадаги муддатли ва жамғарма депозитлар қолдиғи 1,5 фоизга ошиб, 12,2 трлн. сўмни ташкил этди. 2018 йил якунларига кўра миллий валютадаги муддатли ва жамғарма депозитларнинг қолдиғи 48 фоизга ёки 3,9 трлн. сўмга ошди (22-расм).

22-расм

Жамғарма ва муддатли депозитлар қолдиғи



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Хусусан, 2018 йилда миллий валютадаги жамғарма ва муддатли депозитларнинг жами миллий валютадаги депозитлар таркибидаги улуши 29,2 фоиздан 33,5 фоизгача ошди. Ушбу даврда, муддатли ва жамғарма депозитлари бўйича бир меъёрдаги ўсиш кузатилди.

Тижорат банклари депозитлари бўйича фоиз ставкаларининг босқичма-босқич ўсиб бориши аҳолининг жамғаришга бўлган мойиллигининг ортишини рағбатлантирди.

Коммуникацион канал

2018 йилнинг IV чорагидаги янги коммуникацион сиёсати доирасида Марказий банк бозор иштирокчилари билан пул-кредит соҳасида режалаштирилаётган чораларни муҳокама қилишнинг самарали мулоқот тизими йўлга қўйди. Банклар вакиллари билан учрашувлар ликвидлик профицити шароитида операцион мақсадга эришишга хизмат қилди.

Марказий банк фаолиятининг шаффофлигини ошириш ҳамда амалга оширилаётган сиёсатнинг жамоатчиликка тушунарли бўлишини таъминлаш мақсадида пресс-конференциялар ўтказилди ҳамда монетар сиёсатнинг 2019 йил ва 2020–2021 йиллар даврига мўлжалланган асосий йўналишларини кўриб чиқиш бўйича Марказий банк Бошқарувининг очиқ мажлиси бўлиб ўтди. Бундан ташқари, интернетнинг Телеграмм тармоғида Марказий банкнинг алоҳида каналининг очилиши бозор иштирокчиларига пул-кредит соҳасида қабул қилинаётган қарорлар тўғрисидаги маълумотларнинг тезкор етказиб борилишига ёрдам бермоқда.

Валюта курси канали

2018 йил давомида валюта курси ҳам ички, ҳам ташқи омиллар таъсирида шаклланиб, ўзида хорижий валютага бўлган талаб ва таклифнинг ўзаро нисбатини акс эттирди. Ички валюта бозорида хорижий валюта тушумининг ортиши ва унга бўлган талабнинг камайиши даврида сўм қадрининг ошиши кузатилди. Аксинча, хорижий валютага бўлган талаб ошган даврда сўмнинг қадрсизланиши кузатилди.

2018 йилнинг IV чораги давомида сўм 3,2 фоизга (8079,3 сўм/доллар дан 8339,6 сўм/долларга) қадрсизланди. 2018 йил якунлари бўйича сўм 2,7 фоизга (8120,1 сўм/доллардан 8339,6 сўм/долларга) қадри тушди ҳамда унинг максимал ва минимал қийматлари ўртасидаги фарқ 7,3 фоизни ташкил қилди.

Валюта курсининг нисбатан барқарор динамикаси пул-кредит сиёсатининг қатъийлаштирилиши, ташқи ўзгаришларнинг салбий таъсирини юмшатилиши ҳамда валюта оқимининг кўпайиши каби омиллар билан қўллаб-қувватланди.

Халқаро молия бозорлари

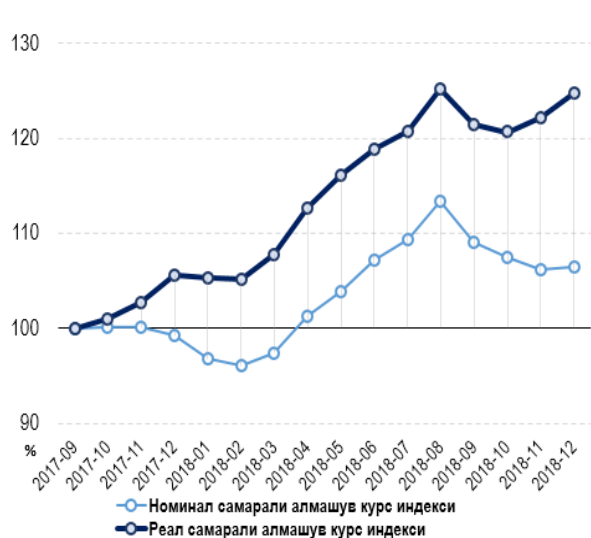
2018 йилнинг IV чорагида халқаро молия бозорларида ноаниқликлар сақланиб қолди. Бунга, ўз навбатида, йирик иқтисодийётлар ўртасидаги савдо келишмовчиликлари, Хитой иқтисодийётининг секинлашиши бўйича хавотирлар, АҚШда пул-кредит сиёсатининг қатъийлаштирилиши ҳамда нефть нархининг пасайиши таъсирида ривожланаётган мамлакатлардан капиталнинг чиқиб кетиши каби омиллар сабаб бўлди.

Валюта бозорларида АҚШ доллари индекси 2018 йил бошига нисбатан 5,3 фоизга (91,95 фоиздан 96,82 фоизгача) ўсди. 2018 йилнинг IV чорагида Хитой юани 0,15 фоизга (йил бошидан 5,7 фоизга) қадрсизланди, Қозоғистон тенгеси 5,8 фоизга (15,6 фоиз), Россия рубли 5,9 фоизга (21,8 фоиз), Туркия лираси 11,7 фоизга қадри ошди (йил бошидан эса 39,6 фоизга қадрсизланди).

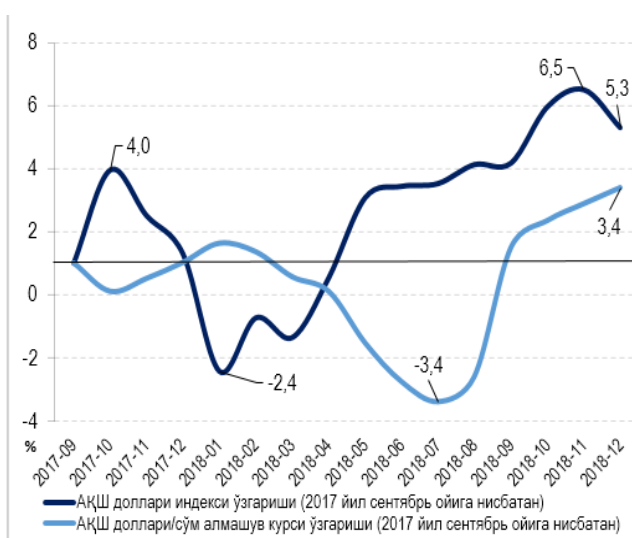
2018 йил январь-август ойларида иқтисодийётимизнинг ташқи харид қобилияти мавсумий омиллар (экспорт ва пул ўтказмаларининг кўпайиши) таъсирида ошди ва ушбу даврда реал эффектив алмашув курси ўзининг максимал даражасига етди. 2018 йил сентябрь ойида макроиқтисодий омиллар, хусусан инфляциянинг пасайиши таъсирида реал эффектив алмашув курси мустаҳкамланиши секинлашди. 2018 йилнинг IV чораги якунларига кўра, сўмнинг ўртача реал эффектив курси август ойига нисбатан 2,6 фоизга қадрсизланди.

23-расм

Номинал ва реал эффектив алмашув курслари индекси динамикаси



Доллар индекси ва сўмнинг долларга нисбатан алмашув курси ўзгариши динамикаси

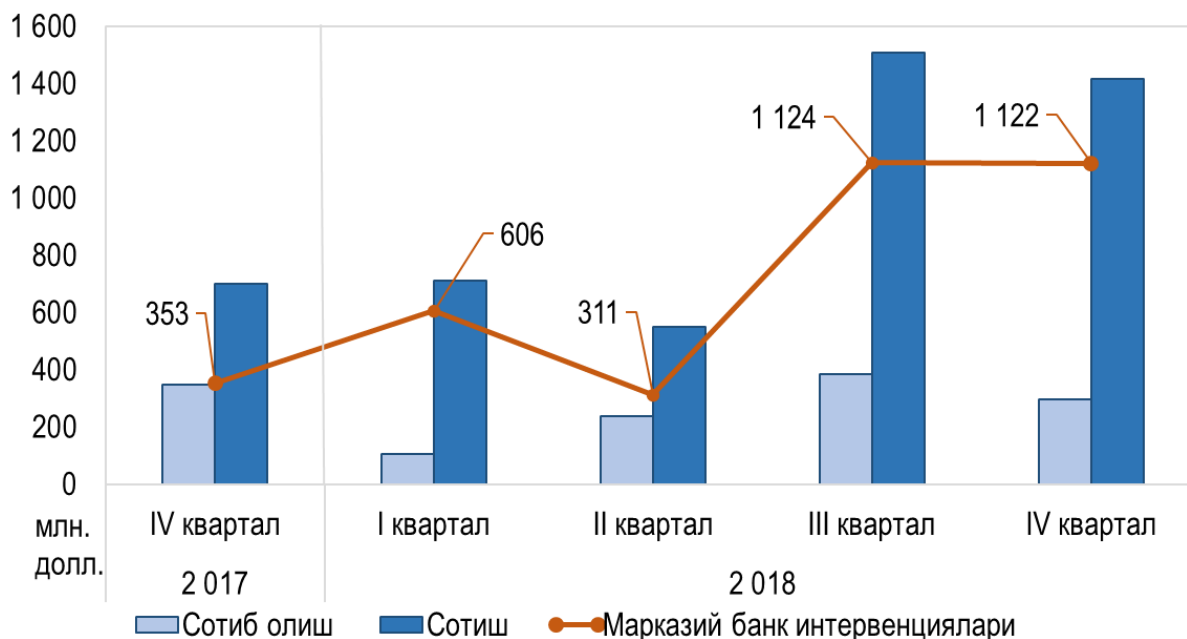


Манба: Марказий банк ҳисоб-китоби

Ички валюта бозори таҳлили

2018 йилнинг IV чораги давомида алмашув курси динамикасига тўлов балансининг ҳолати, пул-кредит шароитлари, фоиз ставкалари ўртасидаги фарқ, ташқи бозорлардаги ўзгаришлар ва бошқа ички омиллар таъсир кўрсатди.

24-расм

Хорижий валютанинг сотиб олиш ва сотиш ҳажмлари, соф интервенция

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

2018 йилда ички бозорда интервенцияларнинг умумий ҳажми 3,8 млрд. долларни (ундан 3,2 млрд. доллар – Марказий банк маблағларидан) ташкил этиб, хорижий валютага бўлган умумий талабнинг 37 фоизини қоплашга хизмат қилди (24-расм).

2018 йил IV чорақда интервенцияларнинг умумий ҳажми 2017 йилнинг мос даврига нисбатан 769 млн. долларга ўсди. Хорижий валюталарга бўлган умумий йиллик талаб 10,4 млрд. долларни ташкил қилди, бу 2017 йилдаги кўрсаткичдан 1,5 баробар кўпроқдир.

Хорижий валютага бўлган талабнинг ўсишига қуйидаги омиллар сабаб бўлди:

биринчидан, иқтисодиётни кредитлаш ва давлат харажатларининг юқори суратларда ўсиши шароитида асбоб-ускуна, технология ва

технологик линиялар кўринишида асосий капиталга инвестициялар ҳажми сезиларли ўсди;

иккинчидан, иқтисодиётда қурилиш ишлари ҳажмининг кенгайиши тайёр қурилиш материаллари ва уларни ишлаб чиқариш учун хом-ашё ички таклифининг чекланганлиги шароитида ушбу товарлар импортининг ошишига сабаб бўлди (асосан, металлургия соҳаси учун);

учинчидан, истеъмол талаби ва иқтисодиётнинг базавий тармоқларида ишлаб чиқаришнинг ошиши хом-ашё импортининг ошишига олиб келди;

тўртинчидан, маҳаллий автомобиллар ишлаб чиқариш ва сотиш ҳажмларининг ўсиши билан автомобил саноати учун хом-ашё, материаллар, бутловчи қисмлар ва ишлаб чиқариш линиялари импорти ошди.

Интервенциялардан ташқари, хорижий валютага бўлган талаб тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ва кредитлар (1,8 млрд. долл.), экспортдан тушум (14,3 млрд. долл.) ва халқаро пул ўтказмалари (5,1 млрд. долл.) ҳисобидан қондирилди. Ўз навбатида, ташқи валюта оқимлари ҳажмининг етарлилиги алмашув курсининг кескин тебранишларини олдини олишга ёрдам берди.

Импорт ҳажмининг 39,6 фоизга (19,6 млрд. доллар) ошиши муайян даражада давлат харажатлари ва иқтисодиётни кредитлаш ҳажмларининг ўсиши билан изоҳланади. Бунинг натижасида, ташқи савдо баланси дефицити 2017 йил билан солиштирганда 3,8 млрд. долларга кўпайди ва 5,3 млрд. долларни ташкил этди. Хорижий валютага бўлган юқори талаб, ўз навбатида, миллий валюта алмашув курсига девалвацион босимни кучайтирди.

V. Прогнозлар

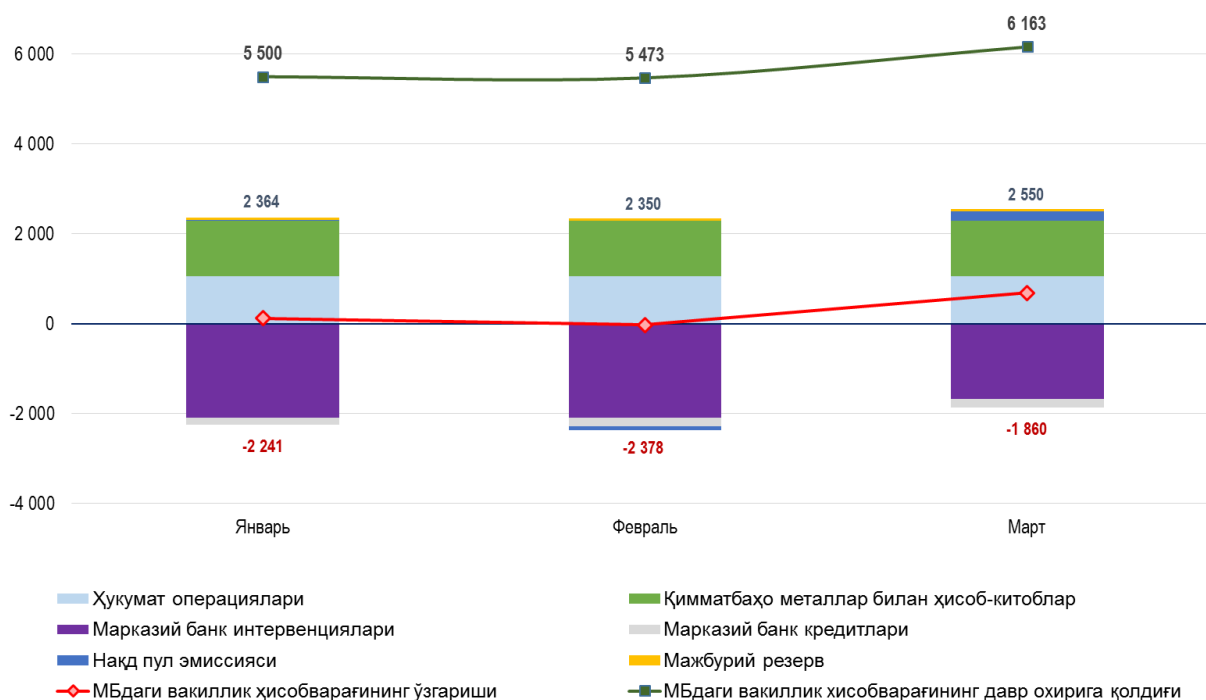
Ликвидлик прогнози

2018 йилдаги каби, 2019 йил I чорагида ҳам банк тизими ликвидлигини оширувчи асосий омиллар қимматбаҳо металллар билан операциялар ва Ҳукумат операциялари бўлади. Дастлабки баҳолашларга мувофиқ, ушбу омиллар таъсири остида ликвидлиликнинг ойлик ўсиши 2,4-2,6 трлн. сўмни ташкил этади. Ликвидлиликнинг бюджет омиллари ҳисобига ошиши асосан 2019 йилнинг I ва II чораклари давомида юзага келиши кутилмоқда. Кейинги чоракларда уларнинг таъсири секинлик билан камайиши ва унча катта бўлмаган миқдорда бўлиши кутилмоқда. Шундай бўлсада, бюджет операцияларининг ликвидлилик даражасига таъсири нисбатан ноаниқлиликча сақланиб қолмоқда.

Бунда Марказий банк интервенциялари ва депозит аукционлари банк тизими ликвидлигини камайтирувчи асосий омиллар бўлади.

25-расм

Ликвидликнинг шаклланиш прогнози



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Марказий банкнинг дастлабки баҳолашларига кўра, 2019 йилнинг I чораги охирида бюджет харажатларининг даромадларидан ошиб кетиши билан боғлиқ Ҳукумат операцияларининг ортиши натижасида банк тизими ликвидлигининг ошиши кутилмоқда.

2019 йилда Марказий банк мунтазам депозит аукционлари, валюта интервенциялари ҳамда ДҚҚ билан операциялари ўтказишни давом эттиради. Ликвидлиликни тартибга солиш операциялари банклараро пул бозорида қисқа муддатли фоиз ставкаларини қайта молиялаш ставкасига яқин даражада шаклланишини таъминлаш мақсадида амалга ошириб борилади.

Марказий банк бир маромдаги қатъий пул-кредит сиёсатини олиб боришни инфляциянинг барқарор пасаяувчи динамикаси юзага келгунга қадар давом эттиради. Бундай сиёсат депозитлар бўйича ижобий фоиз ставкаларини сақлаб қолишга ёрдам беради. Бу эса, жамғармалар жозибадорлигини ва истеъмол талабининг мувозанатли динамикасини таъминлайди.

Инфляция прогнози

2019 йил ва 2020-2021 йиллар даврига мўлжалланган пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишларида келтирилган иқтисодиёт ривожланишнинг базавий сценариясига асосан 2019 йил якунлари бўйича инфляция 13,5-15,5 фоиз оралиғида бўлиши прогноз қилинмоқда. Марказий банк ушбу прогноз кўрсаткичларни ўзгаришсиз қолдирди. Бунда, тартибга солинадиган нархлар оширилишининг иккиламчи таъсири кўламнинг кенгайиши, яъни энергия ресурслари учун харажатларнинг ошиши сабабли ички товарлар ва хизматлар таннархининг қимматлашиши билан 2019 йилнинг бошида нисбатан ўсувчи инфляцион муҳит кутилмоқда. Йиллик инфляциянинг энг юқори қиймати 2019 йилнинг I чорагида юзага келади. Бундан ташқари, бизнес субъектларининг солиқ тўлашнинг янги шароитларига мослашиши даврида инфляциянинг қисқа муддатли тебраниши кузатилиши мумкин. Бундай ҳолат аниқроқ прогнозларни ишлаб чиқишни бирмунча қийинлаштиради.

Инфляцияга салбий омиллар таъсирини минималлаштириш бўйича барча иқтисодий идораларнинг биргаликдаги саъй-ҳаракатлари билан инфляцияни прогноз даражасидан пасайтиришга эришиш мумкин.

Биринчидан, ижтимоий-иқтисодий ривожланиш давлат дастурлари доирасида ажратилган кредитлар бўйича имтиёзлар тақдим этиш механизмини такомиллаштириш, шунингдек, иқтисодий фаолликни бундай рағбатлантиришнинг самарадорлигини ошириш пул-кредит сиёсати трансмиссион механизми фоиз канали таъсирчанлигини оширишга ҳамда пул-кредит шароитларини номақбул юмшатилиши олдини олишга ёрдам беради.

Иккинчидан, иқтисодиётда давлат аралашувини камайтириш, иқтисодиётнинг барча секторларини эркинлаштириш ва монополиядан чиқариш, шунингдек бозорнинг барча иштирокчилари учун бир хил бўлган шаффоф қоидалар асосида қулай бизнес муҳитини яратиш орқали иқтисодиётда рақобат муҳитини ривожлантириш бўйича чора-тадбирларни кучайтириш таклиф омилларининг инфляцияга таъсирини камайтиради.

Учинчидан, ҳозирги вақтда ички иқтисодиётда кузатилаётган истеъмол ва инвестиция талаби ошиши шароитида божхона тарифларини минималлаштириш ва импорт тартибларини соддалаштириш, шунингдек импорт қилувчи барча бизнес субъектлари учун тенг шароитларни яратиш импорт товарлари ва хом-ашёлари нархлари кескин ўсишининг олдини олади. Бунда, ички товарлар таклифининг етарли эмаслиги импорт ҳисобига қопланади. Қайд этиш лозимки, 2019 йил январдан бир қанча товар позициялари бўйича божхона ставкаларини ошириш томонга қайта кўриб чиқилиши бир томондан импортни қимматлашиши, иккинчи томондан тегишли товар бозорларида рақобатнинг камайиши ҳисобига мазкур товар турлари бўйича нархлар ўсиши хавфини келтириб чиқаради.

Тўртинчидан, таклиф омилларининг инфляцияга таъсирини камайтиришнинг муҳим шарти иқтисодиётнинг реал сектори корхоналарини узлуксиз электр энергия билан таъминлаш ҳамда ишлаб чиқариш, транспорт ва коммуникация инфраструктурасини ривожлантириш ҳисобланади.

Пул-кредит сиёсатининг амалдаги йўналишини сақлаб қолиниши ва бюджет харажатларини белгиланган параметрлар доирасида бажарилиши, шунингдек, янги солиқ тизимининг самарали жорий этилиши шароитида Марказий банк 2019 йил III чорак бошида инфляция прогнозини қайта кўриб чиқиши мумкин.

2019 йилда нархлар даражасига таъсир кўрсатиши мумкин бўлган асосий номонетар омиллар

