MUSBAT FOIZ STAVKALARI SHAROITIDA NOAN'ANAVIY PUL-KREDIT SIYOSATI INSTRUMENTLARI: O'ZBEKISTON AMALIYOTI

Djumonov Dilshod Safaroliyevich
Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti huzuridagi "O'zbekiston iqtisodiyotini rivojlantirishning ilmiy asoslari va muammolari" ilmiy-tadqiqot markazi mustaqil izlanuvchisi

Annotatsiya. Tezisda noan'anaviy pul-kredit siyosati tushunchasi rivojlanayotgan va dollarlashgan iqtisodiyotlar sharoitiga moslashtirilib, uning beshta asosiy instrumentining O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki amaliyotida qo'llanilish shakllari tahlil qilingan. Miqdoriy yumshatish va ochiq bozor operatsiyalari o'rtasidagi farq to'rt mezon bo'yicha, foiz koridori va qavat tizimlari o'rtasidagi farq esa asosiy stavkaning shakllanish nuqtasi bo'yicha asoslangan. O'zbekistonda foiz koridori va valyuta turi bo'yicha differensiallangan majburiy zaxira noan'anaviy qo'llanish shakllariga eng yaqin vositalar ekanligi, depozit auksionlari esa Markaziy bankning asosiy operatsion vositalaridan biriga aylangani ko'rsatilgan.

Kalit so'zlar: noan'anaviy pul-kredit siyosati, miqdoriy yumshatish, ochiq bozor operatsiyalari, foiz koridori, qavat tizimi, majburiy zaxira normativlari, depozit auksionlari, sterilizatsiya, dollarlashuv.

Kirish

Ilmiy adabiyotda noan'anaviy pul-kredit siyosati markaziy bankning hozirgi yoki kelajakdagi risksiz nominal foiz stavkasini o'zgartirishga bog'liq bo'lmagan har qanday vositalari (Sheedy, 2017), xususiy moliyaviy vositachilikdagi uzilishlarni bartaraf etish uchun markaziy bank kredit vositachiligini kengaytirish (Gertler va Karadi, 2011) yoki an'anaviy siyosat nol darajadagi foiz stavkasini ushlab turishni ta'minlay olmaganda qo'llaniladigan, qisqa muddatli foiz stavkalarini boshqarish bilan bog'liq bo'lmagan instrumentlar (Bindseil va Fotia, 2021) sifatida ta'riflanadi. Inqiroz davrida rivojlangan mamlakatlar nominal foiz stavkalarini noldan pastga tushira olmagani yoki transmissiya mexanizmi yetarli darajada ishlamagani sababli noan'anaviy siyosatga murojaat qilgan. Rivojlanayotgan va dollarlashgan iqtisodiyotlarda esa transmissiya mexanizmining to'liq ishlamasligi (yuqori dollarlashuv, moliya bozorlarining sayozligi, yo'naltirilgan va imtiyozli kreditlash) nol quyi chegaraga yetmasdan, musbat foiz stavkalarida ham yuzaga kelishi mumkin.

Shu asosda noan'anaviy pul-kredit siyosatiga quyidagi muallif ta'rifi taklif etildi: noan'anaviy pul-kredit siyosati – iqtisodiy beqarorliklar sharoitida yoki pul-kredit siyosatining transmissiya mexanizmi to'liq ishlamagan hollarda an'anaviy instrumentlarning bank tizimidagi likvidlik hajmini, foiz stavkalari va boshqa monetar ko'rsatkichlarni belgilangan darajada ushlab turish imkoniyati cheklanganda markaziy banklar tomonidan qisqa muddatli foiz stavkasidan tashqari qo'llaniladigan balans, miqdoriy va makroprudensial xarakterdagi chora-tadbirlardir.

O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki 2020-yildan inflyatsion targetlash rejimida faoliyat yuritmoqda (PF-5877-son Farmon), 2020-yil apreli – 2025-yil marti davomida esa asosiy stavka 13,5–17 foiz oralig'ida jami 8 marta o'zgartirilgan. Mamlakatda miqdoriy va sifatli yumshatish aktivlarni sotib olish dasturlari shaklida qo'llanilmagan, Markaziy bank balansining o'zgarishlari esa asosan oltin monetizatsiyasi, zaxiralarni qayta baholash va likvidlikni sterilizatsiya qilish operatsiyalari bilan bog'liq.

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.

Tezisning maqsadi noan'anaviy pul-kredit siyosati instrumentlarini tizimlashtirish va ularning Markaziy bank amaliyotidagi qo'llanish shakllarini aniqlashdan iborat.

Tadqiqot natijalari

Tadqiqot natijalariga ko'ra, markaziy banklar tomonidan eng ko'p qo'llaniladigan noan'anaviy instrumentlar foiz majburiyati (forward guidance), miqdoriy yumshatish, sifatli yumshatish, majburiy zaxira normativlari va koridor tizimlaridir. Bernanke va Reinhart (2004) noan'anaviy instrumentlarni kelajakdagi qisqa muddatli foiz stavkalari bo'yicha kutilmalarga ta'sir ko'rsatish (majburiyat effekti), markaziy bank balansi hajmini oshirish (miqdoriy yumshatish) va balans tarkibini o'zgartirish (sifatli yumshatish) toifalariga ajratgan. Ushbu instrumentlarning O'zbekiston amaliyotidagi qo'llanish shakllari 1-jadvalda umumlashtirilgan.

Miqdoriy yumshatish mohiyatan ochiq bozor operatsiyalarini (OBO) juda katta miqdorda amalga oshirish jarayoni bo'lsa-da, ular to'rt mezon bo'yicha farqlanadi: qo'llanish sharoiti (OBO muntazam, miqdoriy yumshatish esa foiz stavkalari nolga teng yoki yaqin bo'lganda amalga oshiriladi), operatsiya obyekti (qisqa muddatli davlat qimmatli qog'ozlari hamda uzoq muddatli davlat va xususiy sektor qimmatli qog'ozlari), maqsadi (bir kunlik stavkalarni asosiy stavkaga yaqinlashtirish hamda uzoq muddatli foiz stavkalarini pasaytirish) va markaziy bank balansiga ta'siri (vaqtinchalik ta'sir va doimiy kengayish). Sifatli yumshatish deganda esa markaziy bank balansining risk tarkibidagi o'zgarishlar tushuniladi: u odatda nominal foiz stavkasi noldan katta bo'lganda qo'llaniladi va balansni miqdoriy yumshatishdagidek kengaytirmasligi mumkin.

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.

1-jadval

Noan'anaviy pul-kredit siyosati instrumentlarining O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki amaliyotida qo'llanilishi

Instrument	Qo'llanish shakli	Asosiy ko'rsatkichlar
Foiz majburiyati	Boshqaruv yig'ilishlari oldindan e'lon qilingan jadval asosida o'tkaziladi, press-relizlarda shartli yo'naltiruvchi signallar beriladi – bu majburiyat emas, shartli kommunikatsiya (Campbell va boshq., 2012)	2020–2025-yillarda asosiy stavka 8 marta o'zgartirilgan (13,5–17%)
Miqdoriy va sifatli yumshatish	Aktivlarni sotib olish dasturlari shaklida qo'llanilmagan; balans o'zgarishi oltin monetizatsiyasi va qayta baholash bilan bog'liq	2020–2025-yillarda jami aktivlar 3,4 barobar o'sgan, o'sishning 96,2 foizi – sof tashqi aktivlar hisobiga
Majburiy zaxira normativlari	2019-yil 1-iyuldan valyuta turi bo'yicha differensiallangan	Milliy valyutada 4%; chet el valyutasida 14% → 18% (2021) → 14% (2024) → 10,5% (2025)
Koridor tizimi	Foiz koridori (overnayt REPO, SVOP va depozit operatsiyalari)	2020-yil: ±1 foiz band; 2021-yil avgustidan: ±2 foiz band
Sterilizatsiya operatsiyalari	Depozit auksionlari va Markaziy bank obligatsiyalari orqali likvidlik profitsitini jalb qilish	Depozit auksionlari: 5,1 → 123,96 trln so'm (2020–2022); obligatsiyalar: 86,9 trln so'm (2022)

Manba: muallif ishlanmasi (O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki ma'lumotlari asosida).

O'zbekistonda foiz majburiyati stavkani muayyan muddatgacha o'zgartirmaslik majburiyati sifatida emas, balki makroiqtisodiy prognozga asoslangan shartli kommunikatsiya shaklida qo'llaniladi (Campbell va boshq., 2012): asosiy stavka bo'yicha qarorlar oldindan e'lon qilingan jadval asosida o'tkaziladigan Boshqaruv yig'ilishlarida qabul qilinadi, press-relizlarda esa keyingi davr uchun shartli yo'naltiruvchi signallar beriladi. Inflyatsion targetlash davrida aholining inflyatsion kutilmalari 2020-yildagi 17,2 foizdan 2024-yilda 13,3 foizgacha, tadbirkorlarniki esa 18,2 foizdan 12,5 foizgacha kamaygan. Bu dinamika Markaziy bank kommunikatsiyasi, haqiqiy inflyatsiyaning pasayishi va valyuta kursi barqarorligining birgalikdagi natijasidir.

Majburiy zaxira normativlarini qo'llash amaliyoti yagona, muddatiga qarab, valyuta birliklariga qarab va aralash (muddati va valyutasiga qarab) o'zgaradigan normativlardan iborat to'rt guruhga bo'linadi. Rivojlangan mamlakatlarda dastlabki ikki guruh keng tarqalgan bo'lsa, rivojlanayotgan mamlakatlarda dollarlashuv va valyuta depozitlari ko'payishining oldini olish maqsadida valyuta birliklariga qarab o'zgaradigan va aralash normativlarga ustunlik beriladi. O'zbekistonda 2009-yil 1-sentabrdan 2019-yil 30-iyungacha aralash normativ qo'llanilgan bo'lsa, 2019-yil 1-iyuldan valyuta turiga qarab o'zgaradigan normativ joriy qilingan: milliy valyutadagi depozitlar bo'yicha me'yor 4 foiz darajasida saqlangan holda chet el valyutasidagi depozitlar bo'yicha me'yor (dastlab 14 foiz) 2021-yil 5-avgustdan 18 foizga oshirilgan, 2024-yil 1-iyuldan 14 foizga, 2025-yil 1-apreldan esa 10,5 foizga

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.

tushirilgan. Shu sababli majburiy zaxira an'anaviy instrument bo'lsa-da, uning valyuta turi bo'yicha differensiallangan qo'llanilishi noan'anaviy (makroprudensial) xususiyatga ega.

Koridor tizimlari ikki turga bo'linadi. Foiz koridori tizimida asosiy stavka markaziy bankning kredit va qarz (depozit) stavkalari o'rtasidagi nuqtada shakllansa, qavat (floor) tizimida u qarz stavkasiga yaqin yoki unga teng nuqtada shakllanadi. Qavat tizimi qisqa muddatli bozor stavkalarini asosiy stavkadan pastga tushirmagan holda likvidlik taklifini oshirish, ya'ni foiz stavkasi va likvidlik taklifini ikki mustaqil instrument sifatida boshqarish imkonini beradi. Markaziy bank 2020-yil yanvarida asosiy stavka atrofida ±1 foiz bandli foiz koridorini joriy etgan, 2021-yil avgustida esa pul bozoridagi faollikning pastligi sababli uni ±2 foiz bandgacha kengaytirgan: 14 foizlik asosiy stavkada overnayt REPO va SVOP operatsiyalari 16 foizdan, overnayt depozit operatsiyalari esa 12 foizdan amalga oshirila boshlangan. Kengaytirilgan koridor joriy etilgach, pul bozorida faollik ortib, jami depozit operatsiyalari hajmi 2021-yil avgustida 8,4 trln so'mni tashkil etgan va iyulga nisbatan 46,6 foizga o'sgan.

Ichki ishlab chiqarilgan oltinni sotib olish natijasida yuzaga keladigan tarkibiy likvidlik profitsiti depozit auksionlari va Markaziy bank obligatsiyalari orqali sterilizatsiya qilinadi. Depozit auksionlarida mablag'lar asosiy stavkadan pastroq, odatda koridor pastki chegarasiga yaqin stavkada o'rtacha 14 kun muddatga jalb qilinadi, ya'ni bu mexanizm bir vaqtning o'zida sterilizatsiya va likvidlikni boshqarish funksiyasini bajaradi. Depozit auksionlari orqali jalb qilingan mablag'lar 2020-yildagi 5,1 trln so'mdan 2021-yilda 39,9 trln so'mga, 2022-yilda 123,96 trln so'mga oshgan va 2025-yilning birinchi yarmida 157,7 trln so'mni tashkil etgan. Obligatsiyalar emissiyasi 2021-yildagi 24,2 trln so'mdan 2022-yilda 86,9 trln so'mga yetgan, 2023–2024-yillarda esa uning kamayishi bank tizimidagi likvidlik tuzilmasining normallashuvi va sterilizatsiya zaruratining pasayishini anglatadi.

Xulosa va takliflar

Xulosa qilib aytganda, rivojlanayotgan va dollarlashgan iqtisodiyotlarda noan'anaviy pul-kredit siyosatini qo'llash zarurati nafaqat nol quyi chegara, balki musbat foiz stavkalarida ham transmissiya mexanizmining to'liq ishlamasligi bilan izohlanadi. O'zbekiston amaliyotida foiz koridori va valyuta turi bo'yicha differensiallangan majburiy zaxira noan'anaviy qo'llanish shakllariga eng yaqin vositalar hisoblanadi, depozit auksionlari esa ortiqcha likvidlikni sterilizatsiya qilishning asosiy operatsion vositalaridan biriga aylangan.

Foiz stavkasi kanalini kuchaytirish uchun Markaziy bankka UZONIA stavkasini asosiy stavka bilan muvofiqlashtirish, likvidlikni oldindan prognozlanadigan vositalar (muddatli depozitlar, Markaziy bankning qisqa muddatli obligatsiyalari) orqali sterilizatsiya qilish, likvidlikni nozik sozlash operatsiyalaridan foydalanish hamda majburiy va ortiqcha zaxiralarga to'lanadigan foiz stavkalarini raqobatga zarar yetkazmaydigan darajada belgilash tavsiya etiladi. Xorijiy tajriba asosida inqiroz holatlariga tayyor favqulodda likvidlik vositalarini (garov bazasini kengaytirish, valyuta svoplari) shakllantirish hamda kelajakdagi ochiq bozor operatsiyalariga asos bo'ladigan uzoq muddatli davlat obligatsiyalari bozorini rivojlantirish maqsadga muvofiq. Tijorat banklariga esa majburiy zaxira normativlaridagi kutilayotgan o'zgarishlarni likvidlikni rejalashtirishda oldindan hisobga olish va ichki foiz stavka siyosatini Markaziy bank foiz koridori chegaralari bilan muvofiqlashtirish tavsiya etiladi.

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.

Foydalanilgan adabiyotlar

1. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2019-yil 18-noyabrdagi PF-5877-son «Inflyatsion targetlash rejimiga bosqichma-bosqich o‘tish orqali pul-kredit siyosatini takomillashtirish to‘g‘risida»gi Farmoni. – https://lex.uz
2. Bernanke B.S., Reinhart V.R. (2004). Conducting monetary policy at very low short-term interest rates // American Economic Review. – Vol. 94(2). – P. 85–90.
3. Bindseil U., Fotia A. (2021). Introduction to Central Banking. – Springer Briefs in Quantitative Finance. – https://doi.org/10.1007/978-3-030-70884-9
4. Campbell J.R., Evans C.L., Fisher J.D.M., Justiniano A. (2012). Macroeconomic effects of Federal Reserve forward guidance // Brookings Papers on Economic Activity. – Spring. – P. 1–80.
5. Gertler M., Karadi P. (2011). A model of unconventional monetary policy // Journal of Monetary Economics. – Vol. 58(1). – P. 17–34.
6. Sheedy K.D. (2017). Conventional and unconventional monetary policy rules // Journal of Macroeconomics. – Vol. 54(A). – P. 127–147.

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.