



MOLIYA VA BANK ISHI

O'ZBEKISTON RESPUBLIKASI BANK-MOLIYA AKADEMIYASI ILMIY JURNALI



Ўзбекистонда мажбурий захира инструментининг бозор фоиз ставкаларига таъсири

Курбонбекова Моҳичеҳра Туробжоновна

Тошкент давлат иқтисодиёт университети докторанти, PhD

Ёзишмалар учун муаллиф электрон почтаси: mohichehra89@list.ru

Мақола ҳақида маълумот

Топширилган вақти: 19.07.2022

Қабул қилинган вақти: 01.08.2022

Таянч сўз ва иборалар: *монетар сиёсат, пул базаси, депозит, пул бозори, кредит фоизи, мажбурий захира фоизи.*

Аннотация

Мазкур мақолада мажбурий захира инструментининг пул бозорига таъсири ўрганилган. Ривожланган давлатларда камдан-кам ҳолларда мажбурий захира нормасидан монетар сиёсат инструменти сифатида фойдаланади. Ривожланаётган давлатларда, аксинча, мажбурий захира инструменти асосий монетар инструментлардан биридир. Илмий тадқиқотда мажбурий захира инструментининг бозор фоиз ставкаларига таъсири бўйича SVAR моделини шакллантирдик. Модел натижаларига кўра Марказий банк мажбурий захира нормасининг таъсири пул бозоридаги фоиз ставкага ҳамда юридик шахсларга ажратилган кредитлар фоизига таъсири сезиларли бўлмоқда. Шунингдек, иқтисодиётдаги инфляция даражаси ҳам юридик шахсларга ажратилган кредитлар фоизига тўғри пропорционал таъсир кўрсатмоқда. Мажбурий захира фоизининг юридик шахсларнинг қисқа муддатли миллий валютадаги депозитлари фоизига таъсир сезиларсиз бўлмоқда. Таҳлилимиз юридик шахсларга ажратилган қисқа муддатли миллий валютадаги кредитлар фоизига таъсир омилларини кўриш мақсад бўлган бўлсада, аммо ушбу фоиз ставканинг ўзгариши ҳам бозор фоиз ставкаларига ҳам тўғри таъсири аниқланди.

The reserve requirement instruments and market interest rates in Uzbekistan – SVAR approach

Kurbonbekova Mohichekhra Turobjonovna

Tashkent State University of Economics, Post-doctoral student, PhD

Corresponding author's email: mohichehra89@list.ru

ARTICLE INFO

Received: 26.07.2022

Accepted: 01.08.2022

Key words: *monetary policy, monetary base, deposit, money market, loan rate, required reserve rate.*

Abstract

This article examines the impact of the reserve requirement instruments on the market interest rates. In developed countries, reserve requirements are rarely used as a monetary policy instrument. In developing countries, on the contrary, the reserve requirement instrument is one of the main monetary instruments. In our research, we formulated the SVAR model on the impact of the reserve requirement instruments on the market interest rates. According to the results of the model, the effect of the Central Bank reserve requirement instruments on the money market rate and the loan rates is significant. Also, the inflation has a proportional effect on the loan rates. The effect of the reserve requirement instruments on the bank interest rates on short-term domestic currency corporate deposits is negligible. Although our analysis aimed to see the factors affecting the interest rate of short-term national currency loans, it was determined that the change in loan rates also had a direct effect on the money market rates.

Кириш

Монетар сиёсат инструментларининг самарадорлиги борасида олимларда турли хил қарашлар кузатилади. Хусусан, мажбурий захира сиёсати айрим давлатлар марказий банклари томонидан амалиётга қўлланилиши тўхтатилган. Аммо ривожланаётган давлатларда марказий банкнинг мажбурий захира сиёсати ўзининг муҳимлигини йўқотгани йўқ. Бунга асосий сабаблардан бири сифатида ривожланаётган давлатларда молия бозори етарлича ривожланмаганлиги ва халқаро иқтисодий вазиятларга нисбатан бу каби давлатлар иқтисодиёти ҳамда банк тизими таъсирчанлиги юқорилигидир.

Марказий банклар пул-кредит сиёсат орқали иқтисодий барқарорликка таъсири XX асрлар бошларидан бошлаб кенг ўрганила бошланди. Хусусан, марказий банкларнинг мажбурий захира сиёсати кўплаб манбаларда 1913 йилда АҚШда Федерал Захира Тизими фаолияти йўлга қўйилгандан бошлаб пайдо бўлган деган фикрлар бор.

Марказий банклар монетар сиёсатининг мажбурий захира инструменти дастлаб пайдо бўлган инструментлардан ҳисобланади. Мажбурий захира инструменти дастлаб тижорат банкларидаги депозиторлар манфаатини ҳимоя қилиш бўлган бўлса, кейинчалик бу монетар сиёсат инструменти айланган ва пул массаси ва бозор фоиз ставкаларига таъсир қилишда фойдаланилиб келинмоқда.

Марказий банклар пул-кредит сиёсатидаги мажбурий захира нормаси тижорат банклар депозитларига нисбатан олиниб, бунда банклар юридик ва жисмоний шахслардан жалб қилган депозитларнинг маълум фоизини марказий банкларда депонентлаш орқали ишлайди. Ушбу мажбурий захира номаси тижорат банклар томонидан Марказий банкдан олган кредитларига ҳамда пул бозоридан жалб қилган ресурсларига ёйилмайди. Бугунги кунда саноати тараққий этган давлатларда мажбурий захира сиёсатидан молия бозоридаги қисқа муддатли ликвидлилик муаммосини бартараф этишда фойдаланади.

Монетар сиёсат мажбурий захира операциясининг асосий қулай томонларидан бири Марказий банк мажбурий захира сиёсатини қўллашда пул массасига қанчалик таъсир қилишини аниқ билади. Марказий банк тасарруфидаги қолган инструментлар бундай имкониятни бермайди. Мажбурий захира сиёсатининг кўплаб ижобий томонлари билан бирга унинг салбий томонлари ҳам мавжуд. Хусусан, Марказий банк мажбурий захира сиёсатини кичик ҳажмда пул массасидаги ўзгариш учун қўллай олмайди. Шунингдек, мажбурий захира сиёсати мамлакатдаги барча банкларга тенг таъсир қилиб, ликвидлиги паст ёки қийин аҳволдаги кичик банкларнинг вазиятини янада ёмонлаштиради.

“Ўзбекистон Республикасининг Марказий банк тўғрисида”ги ЎРҚ-582-сон янги тахрирдаги қонуннинг 30-моддасида пул-кредит сиёсатини амалга ошириш доирасида Марказий банк банклар жалб қилган мажбуриятлар остида банклар

томонидан Марказий банкда депонентга ўтказиладиган мажбурий заҳираларнинг нормативларини белгилайди деб киритилган. Шунингдек, Марказий банк мажбурий захира талабларининг миқдорини, банкларнинг заҳиралар депонентга ўтказиладиган мажбуриятлари таркибини, ҳисоб-китоб қилиш ва заҳиралаш тартибини, ҳамда мажбурий заҳираларни ўртачалаш коэффициентини тасдиқлайди. Мажбурий заҳираларнинг нормативлари барча банклар учун бир хилдир. Мажбурий заҳиралар банкларнинг Марказий банкдаги махсус ҳисобварақлардаги маблағларини депонентга ўтказиш йўли билан ёки Марказий банкда очилган вакиллик ҳисобварағида мажбурий заҳираларни ўртачалаш коэффициенти миқдоридан келиб чиққан ҳолда ҳисобланган мажбурий заҳираларнинг ўртачалаштирилган миқдорини сақлаб туриш йўли билан ушлаб турилади. Мажбурий заҳираларни ўртачалаш коэффициенти қиймати 0 дан 1 гача оралиқда бўлган сон билан ифодаланган кўпайтирувчидан иборатдир.

Юқорида таъкидлаганимиздек, мажбурий захира сиёсатидан ривожланаётган давлатлар марказий банклари пул массасига ҳамда бозор фоиз ставкалари, хусусан, пул бозоридаги фоиз ставкага, тижорат банкларининг депозит ва кредит фоиз ставкаларига таъсир қилишда фойдаланилади. Юқоридаги фаразимизнинг Ўзбекистон амалиётида қандай вазиятда эканлиги ушбу илмий ишимизнинг асосини ташкил этади. Биз ушбу илмий тадқиқотимизда асосий эътиборимизни юридик шахслар депозитларига нисбатан миллий валютадаги мажбурий захира нормасининг корпоратив мижозлардан жалб қилган миллий валютадаги депозитлар фоизи ва уларга ажратилган миллий валютадаги кредитлар фоизга таъсирини ўрганамиз.

Адабиётлар шарҳи

Марказий банк монетар сиёсат инструментлари таркибида мажбурий захира сиёсати борасида кўплаб олимлар илмий изланиш олиб борган. Хусусан, мажбурий захира нормасининг тижорат банкларидаги депозитлар ва кредитлар фоизига таъсири борасида етарлича мунозарали илмий баҳслар мавжуд. Уларнинг айримлари билан танишиб чиқиш мақсадга мувофиқдир.

Ma Guonan, Xiandong Yan ҳамда Xi Liu (2013) Хитой иқтисодиётида мажбурий захира сиёсатининг аҳамияти борасида илмий ишлар олиб борган. 2007 йилдан бошлаб Хитой Халқ Банки иқтисодиётда хорижий валютанинг катта миқдорда тўпланишининг олдини олиш мақсадида очик бозор сиёсатига альтернатив равишда ҳам арзон бўлган мажбурий захира инструментида кенг фойдаланиб келмоқда. Шунингдек, мажбурий захира сиёсатидан кўплаб масалаларни, хусусан, тижорат банкларининг кредит сиёсатига таъсир кўрсатиш, молия бозоридаги тебранишларни ҳамда макроиқтисодий муаммоларни бартараф этишда ҳам фойдаланади. Аммо марказий банклар томонидан мажбурий захирандан кенг фойдаланиш тижорат банкларига ортиқча харажатга

олиб келади. Бу вазиятдан чиқиш мақсадида тижорат банклари мажбурий захирадан кўриладиган харажатларни жисмоний шахслардан ёки ўрта ва кичик бизнес вакилларида иборат мижозлар зиммасига юклаб келмоқда.

Хитой иқтисодиёти бошқа иқтисодиётлардан катта фарқ қилади. Хитой иқтисодиётида давлатнинг ўрни юқориликча сақланиб қолмоқда. Хитой Халқ Банкi макроиқтисодий барқарорликни таъминлаш учун мажбурий захира нормасини тез-тез ўзгартириб туради. Хитойда мажбурий захира номаси тез-тез ўзгаришининг макроиқтисодий барқарорликка таъсирини C.Chang ва бошқа (2019) олимлар томонидан иккисекторли DSGE модели орқали таҳлил қилган. Давлат корхоналари деб аталадиган оғир саноат сектори давлат томонидан кафолатланган ҳамда мажбурий захираларни инobatга олган ҳолда банк кредитлари ҳисобидан молиялаштирилади. Рентабеллик жиҳатдан юқори турувчи хусусий сектор эса тартиблаштирилмаган балансдан ташқари молиялаштиришга таянадилар. Юқори захира талаблари молиявий ресурсларни хусусий фирмаларга қайта тақсимлашга, ва бу эса уларнинг унумдорлигини оширишга ва аксинча давлат корхоналарининг банкротлик эҳтимолини вужудга келишига олиб келади. Макроиқтисодий барқарорликни таъминлаш учун оптимал мажбурий захира талабларини мослаштириш бошқа инструментлар билан бир қаторда пул массасини мослаштиришни тўлдиради. Бизнинг фикримизча, мажбурий захира талабларини тез-тез ўзгартириб туриш, молиявий ресурсларни қайта тақсимлашни талаб қиладиган алоҳида олинган секторларга хос бўлган “шок”ларнинг таъсирини юмшатиш учун самарали инструмент ҳисобланади. Аммо захира талабларини тез-тез ўзгартириш орқали бутун иқтисодиётга ёйилган “шок”ларнинг олдини олиш учун фойдаланиш керак эмас деб ўйлаймиз.

Thai V. H. Nguyen ва бошқалар (2019) Хитой Халқ Республикасидаги 86 та тижорат банкларининг 2000-2013 йиллардаги статистикаси асосида монетар сиёсатдаги рестрикцион амалиётининг тижорат банклари кредитлари фоизига таъсирини таҳлил қилишган. Таҳлил натижаларига кўра мажбурий захира нормасини оширилиши орқали монетар сиёсатдаги қисқариш ортиқча резервга эга бўлган йирик банкларнинг кредит сиёсатига таъсир кўрсатмаган. Аксинча монетар сиёсатдаги қисқариш ортиқча резервга мухтож бўлган тижорат банклари учун кредитлар фоизини оширишга мажбур қилган. Аммо мажбурий захирани ошириш орқали кредит бозоридаги ортиқча талабни пасайтиришга қаритилган амалиёт ўзининг салбий натижаарига ҳам эга. Хусусан, монетар сиёсатдаги қисқаришга жавобан,

$$y_t^i = a_0^i + \sum_{j=1}^k a_{1j}^i \cdot y_{t-1}^j + \sum_{j=1}^k a_{2j}^i \cdot y_{t-2}^j + \dots + \sum_{j=1}^k a_{pj}^i \cdot y_{t-p}^j + \varepsilon_t^i$$

Аммо вектор-матрица кўринишида моделни ёзиб олиш анча қулайликлар туғдиради. Бунинг учун $y_t = (y_t^1, y_t^2, \dots, y_t^k)$ векторли вақтлар қатори олинади. Бу

ортиқча резервга эга бўлмаган тижорат банклари rischi юқори аммо фоизи ҳам юқори бўлган лойиҳаларни молиялаштиришга ва бу тизимли риск бутун молия бозорига дитерминация бўлишига олиб келиши мумкин.

Юқоридаги олимлар фикрлари умумлаштирган ҳолда айтишимиз мумкинки, мажбурий захира фоизи тижорат банклари депозитлари фоизи ва банк ликвидлилигига тескари пропорционал бўлса, банк кредитлари фоизига тўғри пропорционал бўлиши лозим. Ушбу боғлиқликни биз SVAR моделидан фойдаланган Ўзбекистон мисолида таҳлил қиламиз.

Методология

Эндоген ва экзоген ўзгарувчиларнинг бир-бирига таъсирини ва бизнинг илмий ишимизда монетар сиёсат инструментларининг иқтисодиётга таъсирини баҳолаш ва прогноз қилишда турли эконометрик моделлардан фойдаланади. Хусусан, ARIMA (autoregressive integrated moving average), DFM (Dynamic Factor Model), VAR (Vector autoregressive model), VECM (Vector error correction model) моделларидан кенг фойдалиб келишмоқда. Ушбу моделлар билан бир қаторда қисқа муддатли прогнозларни аниқлик билан бера оладиган BVAR (Bayesian Vector Autoregressive) ва SVAR (Structural Vector Autoregressive) моделлари ҳам такомиллашиб бормоқда.

Биз ушбу илмий тадқиқотимизда монетар сиёсат мажбурий захира инструментининг тижорат банклари депозит ва кредит фоизларига таъсирини SVAR модел орқали баҳолаймиз.

SVAR моделини биринчилардан бўлиб Sims (1980) 1980 йилларда бошқа кенг кўламли макроиқтисодий ходисаларни эмпирик таҳлил қиладиган моделларга алтернатив модел сифатида таништирди. SVAR моделининг амалда қўлланилиши ва унинг аҳамиятини англашимиз учун дастлаб VAR модел ишлашини тушунишимиз мақсадга мувофиқдир.

VAR модели бир қанча ўзгарувчилар ўртасидаги боғлиқликни маълум бир вақт оралиғида ўзгариши орқали аниқлаш учун фойдаланиладиган моделдир. VAR модели бу бир қанча вақт қаторлари динамикаси бўлиб, ушбу қаторнинг жорий (ҳозирги) қиймати олдинги даврлардаги (lag) вақт қаторлари қиматларига боғлиқ бўлади. VAR модели бу эконометрик тенгламалардан ташкил топган бўлиб, ушбу тенгламаларнинг ҳар бири ўзида авторегрессия ва олдинги қийматларини тақсимлаш модели (ADL) ифодалайди. y_t^i , $i = 1, 2, \dots, k$ - i та вақтлар қаторини ифодаласин. i вақтлар қаторига эга ADL моделининг кўриниши қуйидагича бўлади:

ҳолатда юқорида ҳар бир вақт қатори учун келтирилган тенгламани яхлит сифатида қуйидаги битта тенглама билан ифодалашимиз мумкин.

$$y_t = a_0 + A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} + \dots + A_p y_{t-p} + \varepsilon_t = a_0 + \sum_{m=1}^p A_m y_{t-m} + \varepsilon_t$$

Бу ерда $A_m - a_{mj}^i$ элементдан иборат бўлган матрициядир. Ушбу тенглама бизга p қаторли

$$\begin{pmatrix} y_{1,t} \\ y_{2,t} \\ \vdots \\ y_{k,t} \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} a_{0,1} \\ a_{0,2} \\ \vdots \\ a_{0,k} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} a_{1,1}^1 & a_{1,2}^1 & \dots & a_{1,k}^1 \\ a_{2,1}^1 & a_{2,2}^1 & \dots & a_{2,k}^1 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ a_{k,1}^1 & a_{k,2}^1 & \dots & a_{k,k}^1 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_{1,t-1} \\ y_{2,t-1} \\ \vdots \\ y_{k,t-1} \end{pmatrix} + \dots + \begin{pmatrix} a_{1,1}^p & a_{1,2}^p & \dots & a_{1,k}^p \\ a_{2,1}^p & a_{2,2}^p & \dots & a_{2,k}^p \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ a_{k,1}^p & a_{k,2}^p & \dots & a_{k,k}^p \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y_{1,t-p} \\ y_{2,t-p} \\ \vdots \\ y_{k,t-p} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{1,t} \\ \varepsilon_{2,t} \\ \vdots \\ \varepsilon_{k,t} \end{pmatrix}$$

Юқоридаги матрица кўринишидаги векторли авторегрессия моделида фақатгина ўзининг олдинги вақт қаторидаги ўзгаришларнинг, яъни эндоген ўзгарувчиларнинг таъсири ифодаланган. Аммо иқтисодий кўрсаткичлар, хусусан, монетар сиёсат инструментларининг бозор фоизларига таъсирини ўрганишда кўп омили эндоген ва экзоген ўзгарувчиларнинг танланган кўрсаткичга таъсирини баҳолашимиз лозим.

Биз ушбу илмий тадқиқотимизда мажбурий захира сиёсатининг тижорат банклари кредитлари ва депозитлари фоизига, шунингдек пул бозоридаги фоиз ставкага таъсирини ўрганамиз. Хусусан, эндоген ўзгарувчилар сифатида тижорат банкларидаги юридик шахсларнинг миллий валютадаги қисқа

векторли авторегрессия моделини ифодалайди.

Ушбу векторли авторегрессия тенгламасининг матриций кўриниши қуйидагича бўлади:

муддатли депозит фоиз ставкаси ($STCDNC_t$), пул бозоридаги фоиз ставка (MMR_t), тижорат банкларининг корпоратив мижозларига ажратган қисқа муддатли кредитлари фоизи олинган. Таҳлилда экзоген ўзгарувчилар сифатида корпоратив мижозларнинг миллий валютадаги депозитлари учун мажбурий захира нормаси ($RRCDC_t$), пул базасининг ўзгариши (ΔMBG_t) ҳамда инфляция даражаси (CPI_t) танланган. Юқоридаги кўрсаткичлар 2017M1:2021M12 давр оралиғидаги расмий статистик маълумотлардан фойдаланилган. Танланган кўрсаткичларни инобатга олган ҳолда юқоридаги тенгламани қуйидаги кўринишга келтирамиз. Жумладан:

$$STCDNC_t = \alpha_1 + \sum_{i=1}^k \beta_i STCDNC_{t-i} + \sum_{i=1}^k \gamma_i STCDNC_{t-i} + \sum_{i=1}^k \delta_i MMR_{t-i} + \sum_{i=1}^k \theta_i CPI_{t-i} + \sum_{i=1}^k \mu_i \Delta MBG_{t-i} + \sum_{i=1}^k \vartheta_i RRCDC_{t-i} + \varepsilon_t$$

Юқоридаги эконометрик тенгламада тижорат банкининг қисқа муддатли кредитлари фоизига таъсир этувчи омилларни ифодалайди. Биз таҳлилимизда шу билан бирга тижорат банклари депозитлари фоизига таъсир этувчи омилларни ва

$$\begin{aligned} STCDNC_t = & \alpha_1 + \sum_{i=1}^k \beta_i STCDNC_{t-i} + \sum_{i=1}^k \gamma_i STCDNC_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^k \delta_i MMR_{t-i} + \sum_{i=1}^k \theta_i CPI_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^k \mu_i \Delta MBG_{t-i} + \sum_{i=1}^k \vartheta_i RRCDC_{t-i} \\ & + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Илмий тадқиқотда эконометрик моделлардан ташқари индукция, дедукция, синтез каби усуллардан фойдаланилган. Ўзбекистон Марказий банки пул-кредит сиёсати мажбурий захира инструментини таҳлил қилишда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ҳамда Давлат Статистика қўмитаси маълумотларидан фойланилди.

Таҳлил ва натижалар

Ривожланган давлатларда мажбурий захира инструменти пул-кредит сиёсати учун камдан кам вазиятда фойдаланади. Аммо ривожланаётган

ушбу омиллар таркибида мажбурий захира сиёсатининг ўрнини кузатишимиз лозим. Ушбу ҳолатда банк депозитлари фоизига таъсир этувчи омилларнинг векторли авторегрессия тенгламаси қуйидагича кўринишда бўлади:

давлатларда, хусусан Хитой марказий банки (Хитой Халқ Банки) ҳам ушбу инструментадан пул бозоридаги қисқа муддатли ликвидлик муаммосини ҳамда хорижий капитал оқими кучайганда юзага келадиган муаммоларни бартараф этиш учун фойдаланади.

Шунингдек, ривожланаётган давлатларда мажбурий захира нормалари юқорилиги билан ажралиб туради. Буни марказий банкларнинг банк тизимини суғурталаш билан тушунтириш мумкин. Ўзбекистон Республикаси Марказий банк узоқ йиллар давомида мажбурий захира нормаларини юқори даражада сақлаб келган. Фақатгина 2018 йилдан миллий валютада мажбурий захира нормалари пасайтирилган, аммо чет эл валютасида мажбурий захира нормалари юқорилигича сақланмоқда. Бу албатта банклар томонидан хорижий валютадаги депозитларга талабини жиловлаш учун керакдир.

Шунингдек, Ўзбекистон банк тизимида 2003 йилдан депозитларни кафолатлаш фонди очилиши билан банклардаги жисмоний шахслар депозитлари мажбурий захира талабларидан озод қилинди ва фақат юридик шахслар депозитлари мажбурий захирага олинади. Аммо 2018 йилдан бошлаб Марказий банк томонидан тижорат банкларининг

жисмоний шахслардан мажбуриятлари ҳам мажбурий захира нормаларини қуйидаги жадвал захирага олинадиган бўлди. Бугунги кунда мажбурий маълумотларидан кўришимиз мумкин.

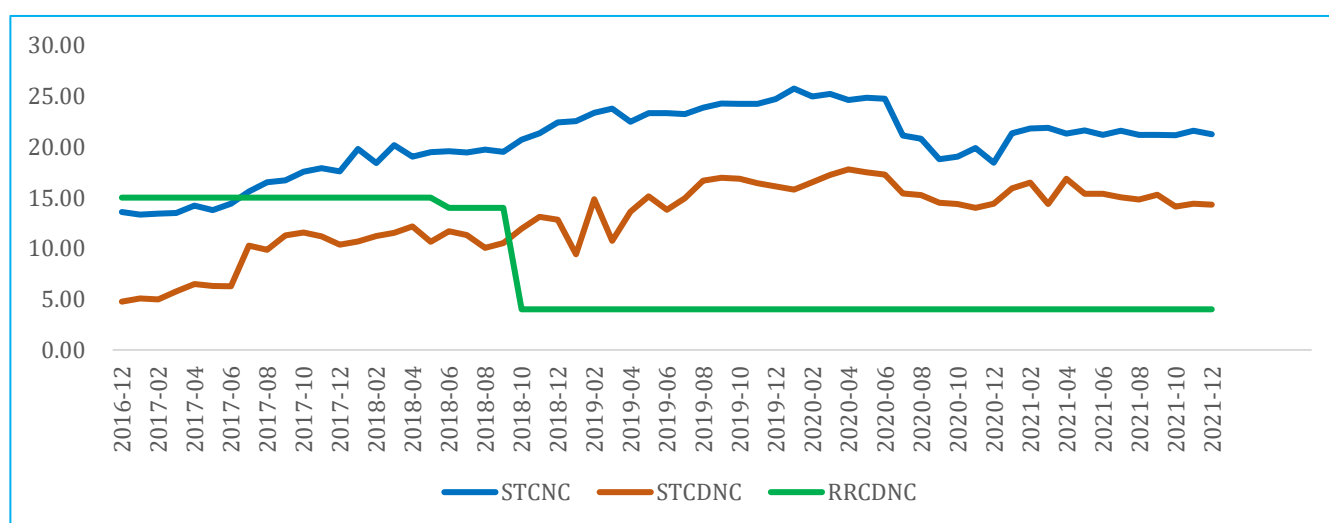
1-жадвал

Мажбурий захира нормативлари (2019 йил 1 июлдан – ҳозирги кунга қадар)¹

Мажбурият тури	Мажбурий резерв нормативлари (2019 йил 1 июлдан – 2021 йил 4 августгача)	Мажбурий резерв нормативлари (2021 йил 5 августдан)
Юридик шахсларнинг миллий валютадаги депозитлари*	4	4
Юридик шахсларнинг чет эл валютасидаги депозитлари	14	18
Жисмоний шахсларнинг миллий валютадаги депозитлари*	4	4
Жисмоний шахсларнинг чет эл валютасидаги депозитлари	14	18
Банк мажбуриятларига нисбатан ўртачалаш коэффициенти қўлланилиши	*миллий валютадаги депозитлар учун 01.07.2019 - 31.03.2020 давр учун (0,25) 01.04.2020 - 14.06.2020 давр учун (0,35) 15.06.2020 - 04.08.2021 давр учун (0,75) ўртачалаш коэффициенти қўлланилган	* миллий валютадаги депозитлар учун (0,8) ўртачалаш коэффициенти қўлланилади

Марказий банк томонидан мажбурий захира сиёсати 2019 йил 1 июлдан бошлаб мантиқий асосини топди деб ўйлаймиз. Хусусан, шу даврдан бошлаб мажбурий захира нормативини белгилашда муддатига кўра табақалаштириш методидан воз кечилди. Бунга асосий сабаблардан бири сифатида тижорат банкларидаги юридик шахсларнинг депозитларининг катта қисми трансакцион депозитлар, ҳамда жисмоний шахсларнинг депозитлари 1 йилгача бўлган депозитлар бўлганлиги учун мажбурий захира нормативининг юқори фоизига

тўғри келаётган эди. Шу билан бирга юридик ва жисмоний шахсларнинг хорижий валютадаги депозитлари учун мажбурий захира нормаси миллий валютадаги депозитлар учун нормадан анча юқори қилиб белгиланган. Бу миллий валютага талабнинг ошишига ва миллий валютанинг хорижий валютага нисбатан девалвацияси даражасини секинлаштиришга олиб келиши кутилмоқда. Шу мақсадда, 2021 йил 5 августдан бошлаб Марказий банк чет эл валютасидаги депозитлар учун мажбурий захира нормасини 14 фоиздан 18 фоизга оширди.

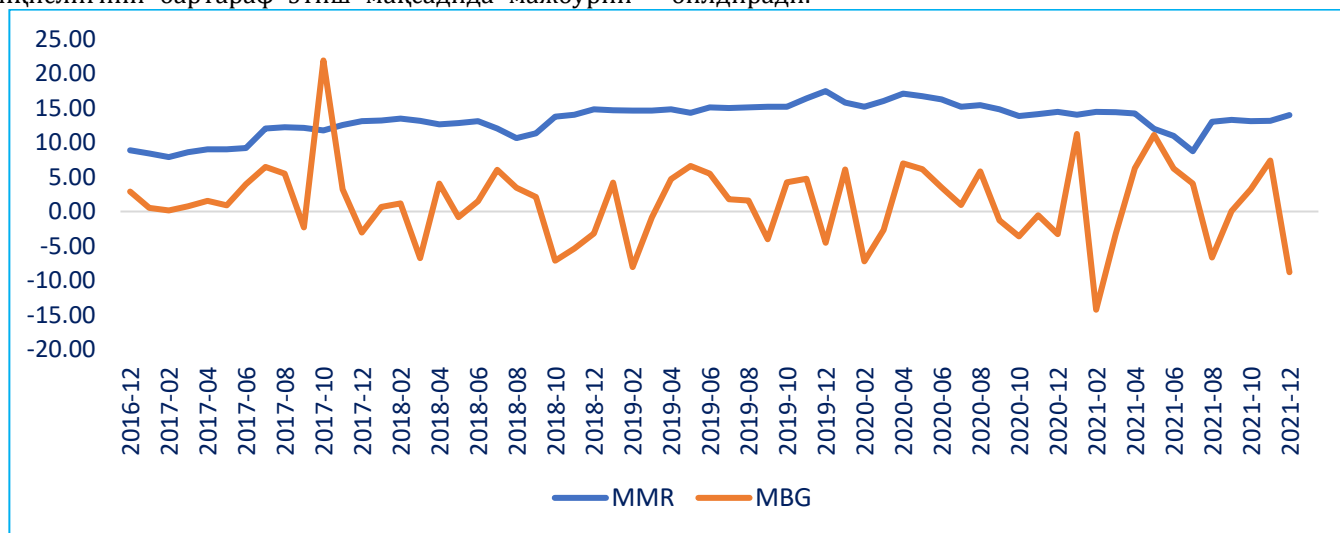


¹ Ўзбекистон Республикаси Марказий банк расмий сайти <https://cbu.uz/uz/monetary-policy/standards-required-reserves/current/> маълумотлари.

1-расм. Мажбурий захира нормасининг банк тизимидаги юридик шахсларнинг ўртача депозит ва кредитлар фоизига таъсири.²

Ўзбекистонда тижорат банклари юридик шахслардан жалб қилаётган депозитлар фоизи билан уларга ажратилаётган кредитлари фоизи ўртасида кучли боғлиқлик мавжуд. Аммо Марказий банк мажбурий захира нормаси билан юқоридаги иккита кўрсаткич ўртасида мантиқий боғлиқлик сезиларсиз бўлмоқда. Хусусан, Марказий банк томонидан пул бозоридаги қисқа муддатли ликвидлик танқислигини бартараф этиш мақсадида мажбурий

захира нормасини пасайтириши кредитлар фоизини ҳам пасайтириши лозим. Аммо Ўзбекистон амалиётидан кўришимиз мумкинки, 2018 йилдан мажбурий захира нормаларининг пасайтирилиши кредитлар фоизини пасайтиргани йўқ, аксинча кредитлар фоизи ошмоқда. Бу ўз навбатида тижорат банкларининг қисқа муддатли кредитлари фоизига бошқа омилларнинг таъсири кучли эканлигини билдиради.



2-расм. Пул бозорининг ҳолати.³

Марказий банк пул-кредит сиёсатининг дастлабки таъсири пул бозорида кўрилади. Ўзбекистон пул бозорининг ҳолатига монетар сиёсатнинг таъсири 2020 йил бошларига қадар сезиларсиз бўлган. Албатта бунга бир қанча сабабаларни келтирсак бўлади, аммо бу илмий тадқиқотимиз объектига кирмайди. 2020 йилдан ривожланган давлатлар марказий банклари тажрибаларида қўлланиладиган инструментларни ва воситаларни Ўзбекистон Марказий банки ҳам қўллай

бошлади. Хусусан, пул бозоридаги фоиз ставканинг қуйи чегарасини белгилаб берувчи овернайт депозит операциялари каби инструментлар ҳамда пул бозоридаги фоиз ставканинг юқори чегарасини белгилаб берувчи овернайт РЕПО операциялари каби инструментлар жрий этилди. Бунинг натижасида Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати ўзининг самарасини беришни бошлади.

2-жавдал.

Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати операцион механизми⁴

Мақсади	Инструмент	Шартлари	Фоиз ставкаси
Ликвидликни тақдим этиш	РЕПО аукциони	14 кунгача (душанба)	Асосий ставка (қуйи чегара)
	СВОП аукциони	14 кунгача (душанба)	Асосий ставка (қуйи чегара)
	Овернайт РЕПО операциялари	1 кунлик (доимий, чекланмаган ҳажмда)	Асосий ставка + 2%
	Овернайт СВОП операциялари	1 кунлик (доимий, чекланмаган ҳажмда)	Асосий ставка + 2%
Ликвидликни жалб этиш	Овернайт депозит операциялари	1 кунлик (доимий, чекланмаган ҳажмда)	Асосий ставка - 2%
	Депозит аукциони	14 кунгача (сешанба ва пайшанба)	Асосий ставка (юқори чегара)
	Марказий банк облигациялари	12 ойгача (график асосида)	Асосий ставка (юқори чегара)

² Ўзбекистон Республикаси Марказий банк расмий сайти www.cbu.uz маълумотлари.

³ Ўзбекистон Республикаси Марказий банк расмий сайти www.cbu.uz маълумотларилари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

⁴ Ўзбекистон Марказий банк йиллик ҳисоботи, 2021 йил. www.cbu.uz

Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг фаолиятини тубдан такомиллаштириш тўғрисида”ги ПФ-5296-сон, “Инфляцион таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида”ги ПФ-5877-сон

Фармонлари ва бошқа чора-чтадбирлар натижасида 2019 йилдан Марказий банк монетар сиёсатида кўплаб ижобий ўзгаришлар юз берди. Бунинг натижасида ликвидликни тақдим этиш ва уни жалб этиш бўйича овернайт операциялари ва бошқа операциялар амалиётда қўлланила бошланди.

3-жадвал

Танланган кўрсаткичларнинг тасвирий статистикаси⁵

	RBCDNC	MBG	CPI	MMR	STCDNC	STCNC
Mean	7.901639	1.338017	1.096721	13.32797	12.94462	20.42870
Maximum	15.00000	21.91839	4.100000	17.47197	17.78145	25.73789
Minimum	4.000000	-14.24876	-0.500000	7.900181	4.758233	13.32634
Std. Dev.	5.243106	5.733719	0.835856	2.316411	3.486178	3.365771
Observations	61	61	61	61	61	61

Жадвал маълумотларидан кўрииб турибдики, кўрилатган даврда мажбурий захираининг стандарт дисперцияси 5,24 фоиз бўлган бўлса, унинг ўртата даражаси 7,90 фоизга тенг бўлган. Пул базасининг ойлар кесимида ўсишига эътибор қаратадиган бўлсак, унда стандарт дисперцияси 5,73 фоизга ва ўртача ўзгариши 1,34 фоизга тенг бўлган. Иқтисодиётда юз

бераётган инфляциянинг стандарт дисперцияси ўртача 1,09 фоиз бўлиб, кўрилатган даврда унинг дисперциядан четлашиши максимум 4,1 фоиз ва минимум -0,5 фоиз бўлган. Пул бозоридаги фоиз ставкасининг ойлик ўзгаришига тўхталсак, унда стандарт дисперцияси 2,31% бўлган.

4-жадвал

Кўрсаткичларнинг корреляция матрицаси⁶

	RBCDNC	MBG	CPI	MMR	STCDNC	STCNC
RBCDNC	1					
MBG	0.1451	1				
CPI	0.1357	-0.2235	1			
MMR	-0.6844	-0.1389	0.0391	1		
STCDNC	-0.8034	-0.0334	-0.1584	0.8111	1	0
STCNC	-0.7882	-0.0712	-0.1394	0.8448	0.8705	1

Жадвал маълумотларини таҳлил қиладиган бўлсак, бунда мажбурий захира нормаси билан юридик шахсларнинг қисқа муддатли миллий валютадаги депозитлари фоизи ўртасидаги корреляция -0,80 га тенг бўлган бўлса, юридик шахсларга ажратилган миллий валютадаги кредитлар фоизи билан корреляция -0,78 га тенг бўлган. Ушбу

корреляцион боғланишлардан фақатгина пул базаси билан бошқа фоизлар ўртасида мантиқий боғлиқлик шаклланган. Аммо кўрсаткичлар ўртасидаги корреляция бизга тўлиқ тасвири берайди. Шундай экан биз қуйида ушбу олтита кўрсаткич асосида Augmented Dickey-Fuller Test ўтказамиз.

5-жадвал

Augmented Dickey-Fuller Test натижаси

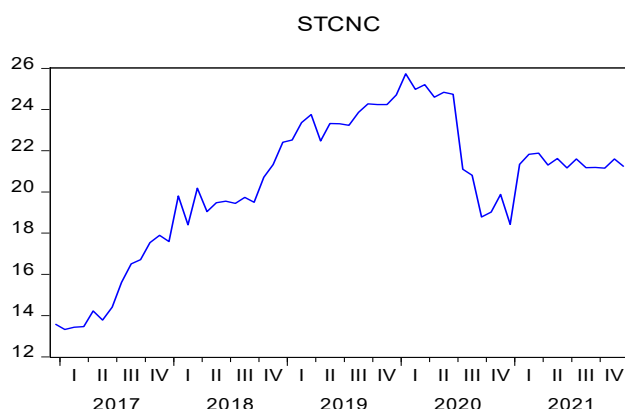
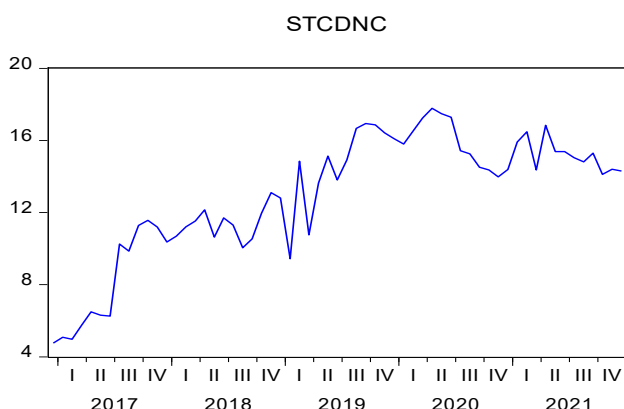
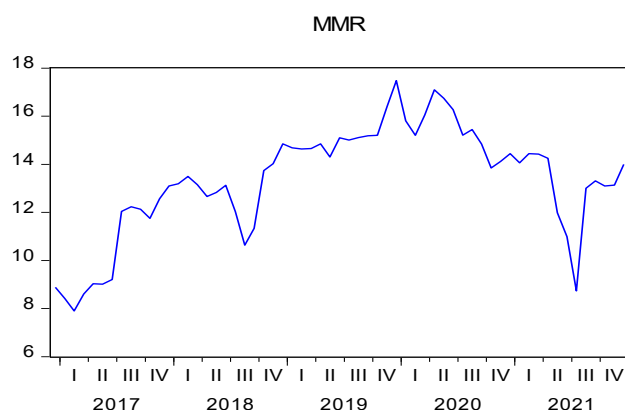
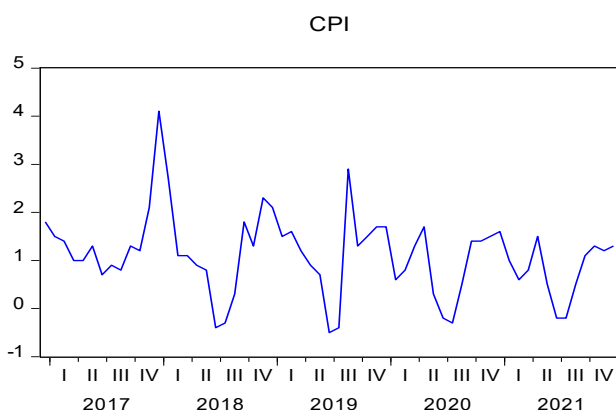
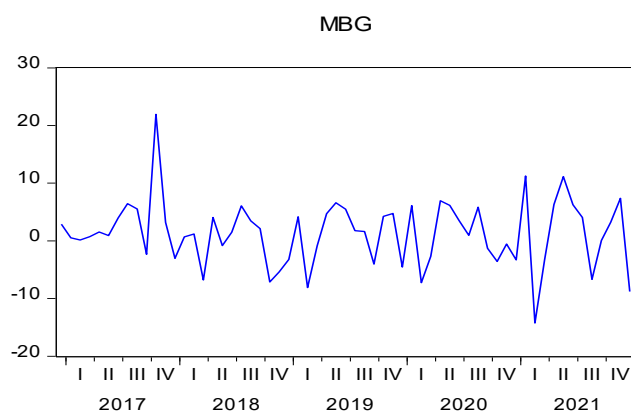
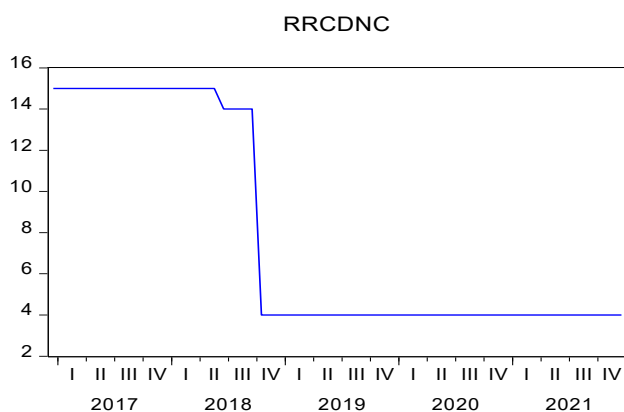
№	Кўрсаткичлар	t-Statistic	Probability	Хулоса
1.	RBCDNC	-1.294021	0.6269	I(1)
2.	MBG	-7.727785	0.0000	I(0)
3.	CPI	-4.343450	0.0009	I(0)
4.	MMR	-2.309240	0.1725	I(1)
5.	STCDNC	-2.516808	0.1167	I(1)
6.	STCNC	-2.081822	0.2526	I(1)

Жадвал маълумотларидан кўрииб турибдики, танланган кўрсаткичларнинг айримлари стационар

ҳолати, айримлари эса ностационар ҳолатида. Буни қуйидаги жадвал маълумотларидан ҳам кўришимиз мумкин.

⁵ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки расмий сайти www.cbu.uz ҳамда Ўзбекистон Давлат статистика қўмитаси расмий сайти www.stat.uz маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

⁶ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки расмий сайти www.cbu.uz ҳамда Ўзбекистон Давлат статистика қўмитаси расмий сайти www.stat.uz маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.



3-расм. Танланган кўрсаткичларнинг ўзгариш динамикаси.⁷

Аммо улар мантикий боғлиқликка эга эканлиги учун биз SVAR моделидан фойдаланишимиз мумкин.

Қуйида биз SVAR модели учун оптимал “лаг” танлаб олишимиз лозим.

6-жадвал

VECM модели учун оптимал “лаг” танлаш (Lag Length Criteria) усули

Lag	LogL**	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-760.4392	NA	7736.823	25.98099	26.19226	26.06346
1	-578.7413	320.2810*	55.78772*	21.04208*	22.52100*	21.61939*
2	-554.8873	37.19612	87.41130	21.45381	24.20038	22.52596

Жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, бизнинг моделимиз учун оптимал “лаг”лар сони Final prediction error (FPE), Akaike information criterion (AIC), Schwarz information criterion

⁷ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки расмий сайти www.cbu.uz ҳамда Ўзбекистон Давлат статистика қўмитаси расмий сайти www.stat.uz маълумотлари асосида муаллиф томонидан ясалди.

(SC) ҳамда Hannan-Quinn information criterion (HQ) тестлари асосида 1 тани ташкил қилмоқда. Биз эконометрик таҳлилимизда оптимал “лаг”ни 1 та деб

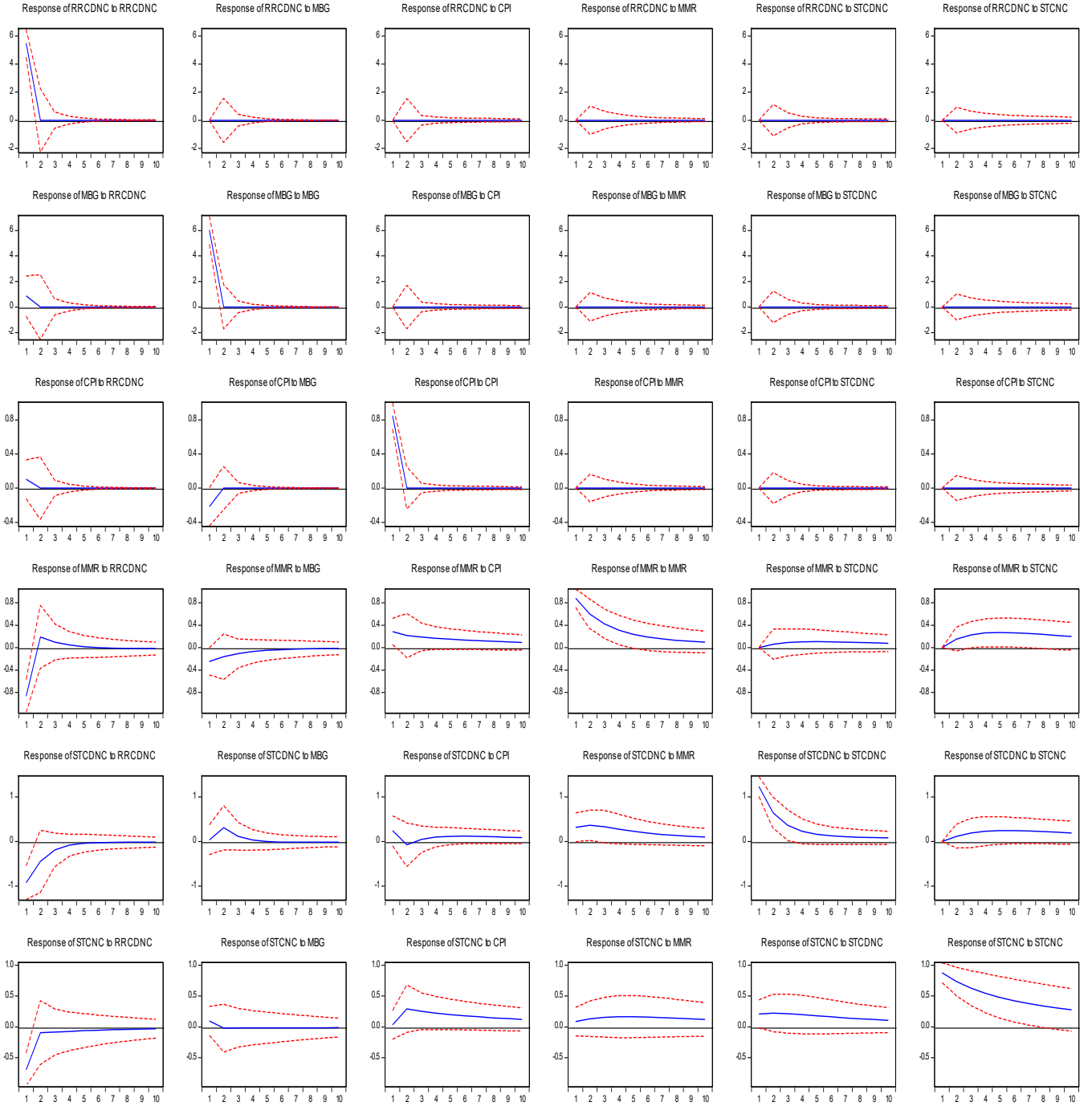
олиш орқали ҳеч қандай статистик хатоликка йўл қўймаган бўламиз.

7-жадвал

Банк тизимидаги аҳоли қисқа муддатли депозитлари фоизига таъсир этувчи омилларнинг SVAR модели натижаси

	RRC DNC	MBG	CPI	MMR	STCDNC	STCNC
RRC DNC(-1)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	0.163058 (0.03674) [4.43857]	0.052609 (0.05334) [0.98625]	0.098866 (0.03782) [2.61383]
MBG(-1)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	-0.002448 (0.02018) [-0.12131]	0.043323 (0.02930) [1.47838]	-0.005235 (0.02078) [-0.25192]
CPI(-1)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	0.016778 (0.13969) [0.12011]	-0.308130 (0.20283) [-1.51916]	0.284257 (0.14382) [1.97646]
MMR(-1)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	0.657240 (0.09617) [6.83398]	0.217878 (0.13964) [1.56023]	0.053404 (0.09902) [0.53933]
STCDNC(-1)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	0.019638 (0.07224) [0.27185]	0.496532 (0.10489) [4.73370]	0.037993 (0.07438) [0.51081]
STCNC(-1)	0.000000 ---	0.000000 ---	0.000000 ---	0.172620 (0.07813) [2.20926]	0.133080 (0.11345) [1.17299]	0.837255 (0.08045) [10.4075]
C	7.783333 (0.66629) [11.6816]	1.312298 (0.73977) [1.77394]	1.085000 (0.10726) [10.1157]	-0.441835 (1.30518) [-0.33852]	0.898994 (1.89146) [0.47529]	1.157206 (1.34137) [0.86271]
R-squared	0.000000	0.000000	-0.000000	0.708602	0.795654	0.889969
Sum sq. resids	1598.183	1970.111	41.41650	87.95895	135.0877	69.55242
Mean dependent	7.783333	1.312298	1.085000	13.40207	13.08106	20.54273
S.D. dependent	5.204599	5.778556	0.837839	2.261885	3.347329	3.273196

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ± 2 S.E.



Юқоридаги таҳлиллардан фойдаланган ҳолда, мажбурий захира инструментининг бозор фоиз ставкаларига таъсири бўйича SVAR моделини шакллантирдик. Модел натижаларига кўра Марказий банк мажбурий захира нормасининг таъсири пул бозоридаги фоиз ставкага ҳамда юридик шахсларга ажратилган кредитлар фоизига таъсири сезиларли бўлмоқда. Шунингдек, иқтисодиётдаги инфляция даражаси ҳам юридик шахсларга ажратилган кредитлар фоизига тўғри пропорционал таъсир кўрсатмоқда.

Мажбурий захира фоизининг юридик шахсларнинг қисқа муддатли миллий валютадаги депозитлари фоизига таъсир сезиларсиз бўлмоқда. Аммо юридик шахсларнинг қисқа муддатли миллий валютадаги депозитлари фоизига автокорреляция кузатишмоқда. Автокорреляция шунингдек, пул бозоридаги фоизига ҳам кузатишмоқда.

Таҳлилимиз юридик шахсларга ажратилган қисқа муддатли миллий валютадаги кредитлар фоизига таъсир омилларини кўриш мақсад бўлган бўлсада, аммо ушбу фоиз ставканинг ўзгариши ҳам бозор фоиз ставкаларга таъсири бор. Шу билан бирга юридик шахсларга ажратилган қисқа муддатли миллий валютадаги кредитлар фоизига автокорреляция мавжуд.

Хулоса

Бугунги кунда Марказий банк мажбурий захира сиёсати тижорат банклари учун химоя буфери, уларнинг ликвидлилигини бошқариш, пул массасини тартибга солиш, ҳамда иккиламчи мувофиқлаштирувчи функцияларни бажариши керак.

Мажбурий захира сиёсатидан ривожланаётган давлатлар марказий банклари пул массасига ҳамда бозор фоиз ставкалари, хусусан, пул бозоридаги фоиз ставкага, тижорат банкларининг депозит ва кредит фоиз ставкаларига таъсир қилишда фойдаланилади. Юқоридаги фаразимизнинг Ўзбекистон амалиётида қандай вазиятда эканлиги ушбу илмий ишимизда кўриб чиқдик. Биз ушбу илмий тадқиқотимизда асосий эътиборимизни юридик шахслар депозитларига нисбатан миллий валютадаги мажбурий захира нормасининг корпоратив мижозлардан жалб қилган миллий валютадаги депозитлар фоизи ва уларга ажратилган миллий валютадаги кредитлар фоизга таъсирини ўргандик.

2016 йилда ўртача мажбурий захира нормаси 15 фоизни ташкил этган бўлса, 2019 йилда 8,8 фоизни, аммо 2021 йилдан хорижий валютадаги депозитлар учун мажбурий захира нормасининг оширилиши натижасида ўша йилда ўртача мажбурий захира нормаси 9,71 фоизни ташкил қилган. Кўрилатган даврда мажбурий захиранинг стандарт дисперсияси 5,24 фоиз бўлган бўлса, унинг ўртата даражаси 7,90 фоизга тенг бўлган.

Мажбурий захира нормасининг пасайтирилиши ўз навбатида мажбурий захиранинг ўртача қолдиғига ҳам таъсир кўрсатган. Хусусан, 2016 йилда ўртача мажбурий захира қолдиғи 3,9 трлн.сўмни ташкил

этган бўлса, 2018 йилдан пасайиш тенденциясида бўлиб, 2021 йилда 1,9 трлн.сўмни ташкил этган.

Ишимизда тижорат банкларидаги аҳолининг қисқа муддати депозит фоизига таъсир этувчи омилларни ифодаловчи қуйидаги SVAR моделини шакллантирдик. Модел натижаларига кўра Марказий банк мажбурий захира нормасининг таъсири пул бозоридаги фоиз ставкага ҳамда юридик шахсларга ажратилган кредитлар фоизига таъсири сезиларли бўлмоқда. Хусусан, мажбурий захира фоизининг бир фоизга ошиши пул бозоридаги фоиз ставкани 0,16 фоизга оширса, юридик шахсларга ажратилган кредитлар фоизини 0,10 фоизга ошириши кўришмоқда. Шунингдек, иқтисодиётдаги инфляция даражаси ҳам юридик шахсларга ажратилган кредитлар фоизига тўғри пропорционал таъсир кўрсатмоқда. Жумладан, инфляция даражасининг бир фоизга ошиши юридик шахсларга ажратилган кредитлар фоизини 0,28 фоизга оширмоқда.

Мажбурий захира фоизининг юридик шахсларнинг қисқа муддатли миллий валютадаги депозитлари фоизига таъсир сезиларсиз бўлмоқда. Аммо юридик шахсларнинг қисқа муддатли миллий валютадаги депозитлари фоизига автокорреляция кузатишмоқда. Яъни олдинги ойда юридик шахсларнинг қисқа муддатли миллий валютадаги депозитлари фоизининг бир фоизга ошиши кейинги ойдаги ушбу фоизни 0,49 фоизга оширмоқда.

Автокорреляция шунингдек, пул бозоридаги фоизига ҳам кузатишмоқда. Хусусан, олдинги ойдаги пул бозоридаги фоизнинг бир фоизга ошиши кейинги ойда ушбу фоизни 0,66 фоизга оширмоқда.

Таҳлилимиз юридик шахсларга ажратилган қисқа муддатли миллий валютадаги кредитлар фоизига таъсир омилларини кўриш мақсад бўлган бўлсада, аммо ушбу фоиз ставканинг ўзгариши ҳам бозор фоиз ставкаларга таъсири бор. Хусусан, депозитлари юридик шахсларга ажратилган қисқа муддатли миллий валютадаги кредитлар фоизининг бир фоизга ошиши тижорат банкларида ортиқча ресурсларнинг қисқаришига ва бунинг натижасида пул бозоридаги фоиз ставкани 0,17 фоизга оширмоқда. Шу билан бирга юридик шахсларга ажратилган қисқа муддатли миллий валютадаги кредитлар фоизига автокорреляция мавжуд бўлиб, унга кўра олдинги ойда фоизнинг бир фоизга ошиши кейинги ойда ушбу фоизни 0,84 фоизга оширади.

Фойдаланилган адабиётлар

1. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2018 йил 9 январдаги “Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг фаолиятини тубдан такомиллаштириш тўғрисида”ги ПФ-5296-сон Фармони
2. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 18 ноябрдаги “Инфляцияон таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини

такомиллаштириш тўғрисида”ги ПФ-5877-сон
Фармони

3. Chang, C., Liu, Z., Spiegel, M. M., & Zhang, J. (2019). Reserve requirements and optimal Chinese stabilization policy. *Journal of Monetary Economics*, 103, 33-51.
4. Glocker, C. (2021). Reserve requirements and financial stability. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 71, 101286.
5. Ma, G., Xiandong, Y., & Xi, L. (2013). China's evolving reserve requirements. *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, 11(2), 117-137.
6. Nguyen, T. V., Boateng, A., & Pham, T. T. T. (2019). Involuntary excess reserve and heterogeneous transmission of policy rates to bank lending rates in China. *Empirical Economics*, 57(3), 1023-1044.
7. Sims, Christopher A. (1980). Comparison of Interwar and Postwar Business Cycles. *American Economic Review* 70 (2): 250–57.