

Ўзбекистон Республикаси
Марказий банки

Пул бозори ва ликвидлик шарҳи

2024 йил I чорак



Кириш

2024 йилнинг I чорагида бюджет харажатлари ўсишининг юқори суръатлари сақланиб қолишига қарамасдан, банк тизимининг ликвидлиги пасаювчи тенденция касб этди. Бу эса, пул-кредит операцияларининг динамикасида айрим ўзгаришларга олиб келди. Хусусан, муомаладаги Марказий банк облигациялари чорак давомида тўлиқ сўндирилди ва мавжуд ортиқча ликвидлик Марказий банк депозит операциялари орқали тартибга солинди. Пул бозоридаги фоиз ставкаларни **асосий ставка фоиз коридори доирасида шаклланиши** таъминланди.

Шунингдек, Марказий банкнинг операцион механизмига киритилган ўзгаришлар пул ва РЕПО бозорларидаги қисқа муддатли ставкаларга ижобий таъсир кўрсата бошламоқда. Ликвидликнинг кутилмаган шокларини олдини олиш учун ликвидлик тақдим этиш бўйича РЕПО аукционлари тикланди.

Натижада, чорак давомида банклараро пул ва РЕПО бозорларида фаолликнинг ўсиши кузатилди. Хусусан, банклараро пул бозоридаги операциялар ҳажми ўтган чоракка нисбатан 49 фоизга ошди. Банклараро РЕПО бозори – 26 фоизга ортиб жами операциялардаги улуши 34 фоизини ташкил этди.

Банклараро пул ва РЕПО бозорларидаги операциялар бўйича ўртача фоиз ставкалари бир-бирига яқин шаклланиб, қисқа муддатли ликвидликнинг **реал бозор нархини** ўзида акс эттирмоқда. Бунда, UZONIA фоиз ставкаси чорак давомида тўлиқ фоиз коридори доирасида бўлиб, унинг асосий ставкадан тафовути минимал даражада шаклланди.

Ўз ўрнида, чорак давомида Иқтисодиёт ва молия вазирлиги томонидан давлат қимматли қоғозлари эмиссиясининг ортиб бориши банклар учун гаров базасининг кўпайишига ва банклараро **РЕПО операциялари** улушининг ўсишига хизмат қилди.

Келгуси чоракда банк тизими умумий ликвидлигида **профицитнинг қисқариши**, хусусан 2024 йилнинг II чорагида ҳукумат харажатларининг жорий даражада сақланиб қолиши, нақд пул маблағларига бўлган талабнинг мавсумий ўсиши тахмин қилинмоқда. Бунинг натижасида, Марказий банкнинг ликвидликни тақдим этиш операцияларига бўлган талабнинг маълум даражада ортиши ҳамда банклараро пул ва РЕПО бозорларида банкларнинг фаоллиги янада кучайиши прогноз қилинмоқда.

1. Банклараро пул ва РЕПО бозори таҳлили

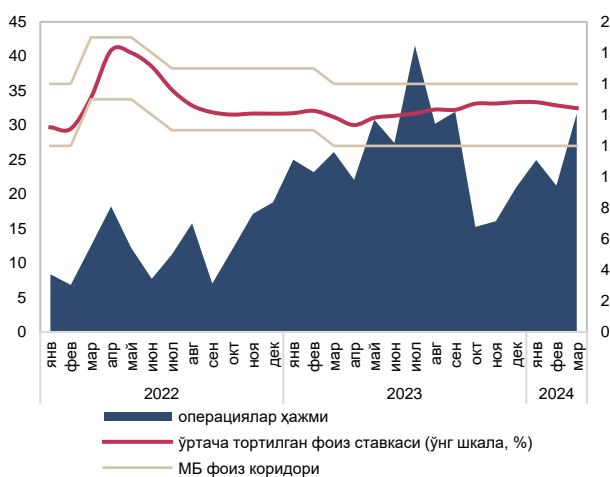
1.1. Пул бозорлари динамикаси ва фоиз ставкалари

2024 йилнинг I чорагида пул бозорида олдинги чоракка нисбатан **49 фоизга** (ўтган йилнинг мос даврига нисбатан **4,8 фоизга**) кўп жами **77,9 трлн.** сўмлик операциялар амалга оширилди. Пул бозорида амалиётларнинг ўсиши, асосан, банк тизимида умумий ликвидликнинг қисқариши ва банклар ўртасида ликвидликнинг нотекис тақсимланганлиги билан изоҳланади (1-расм).

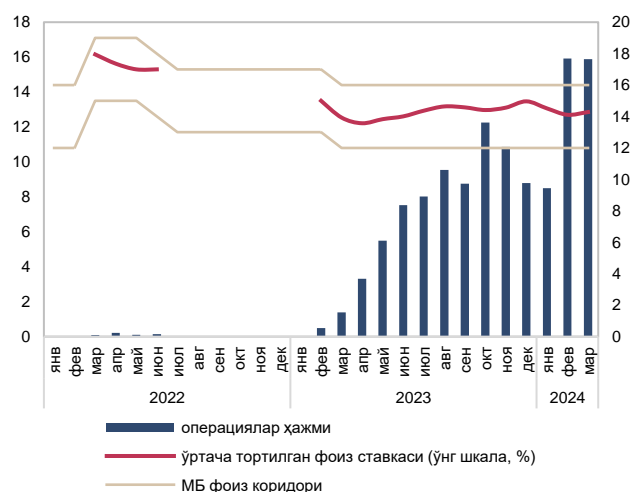
Банклараро операцияларда эҳтимолий кредит хатарини минималлаштириш мақсадида ўзаро операцияларда **гаров мулкига бўлган талабнинг кучайиши** ҳамда бозор инфратузилмасини такомиллаштириш чоралари туфайли РЕПО операцияларининг аҳамияти ортди. Хусусан, чорак давомида банклар ўртасида **40,3 трлн.** сўмлик ёки ўтган йилнинг сўнги чорагига нисбатан **26,4 фоизга** кўп РЕПО операциялари амалга оширилди (2-расм).

Натижада, пул бозоридаги жами операцияларда РЕПО амалиётларининг улуши **34 фоизга** етди. 2024 йилда давлат қимматли қоғозлари эмиссияси ҳажмининг ортиши кутилаётган бўлиб, бу ўз навбатида, пул бозорида РЕПО операциялари улушининг янада ортишига имкон беради.

1-расм. Банклараро пул бозори ҳажми ва фоиз ставкаси, трлн. сўм



2-расм. Банклараро РЕПО бозори ҳажми ва фоиз ставкаси, трлн. сўм



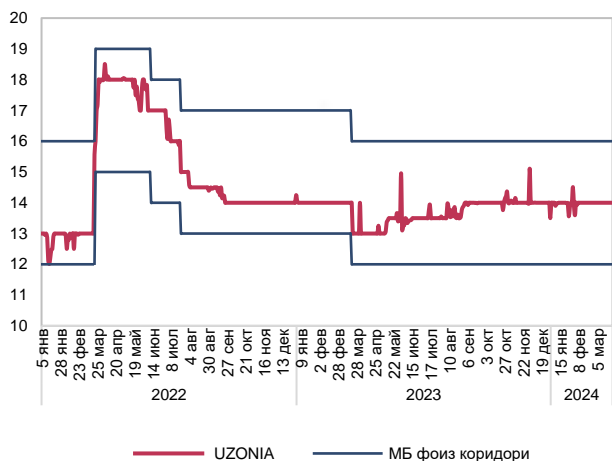
Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Банклараро пул ва РЕПО бозорларидаги операциялар бўйича ўртача тортилган фоиз ставкалари мос равишда **14,6** ва **14,3 фоизга** тенг бўлди ва бир-бирига яқин даражада шаклланиб борди.

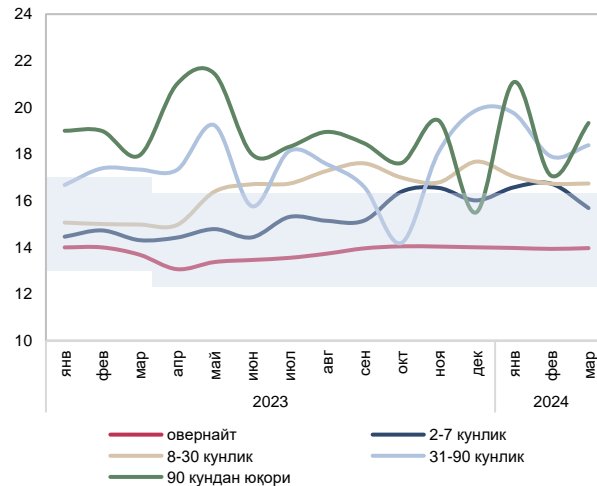
Жорий йилнинг февраль ойидан бошлаб, банклараро пул ва РЕПО бозорлари операцияларини банк тўлов куни ёпилганидан сўнг 30 дақиқа давомида амалга ошириш ҳамда Марказий банкнинг овернайт операцияларидан банк тўлов куни ёпилганидан сўнг 1 соат давомида фойдаланиш имкониятлари яратилгани UZONIA ставкасида ҳар ойнинг сўнги иш кунларидаги тебранишлари кузатилмади ва чорак давомида UZONIA ставкаси тўлиқ фоиз коридори доирасида асосий ставкага яқин даражада шаклланди ва ўртача **14,0 фоизни** ташкил этди (3-расм).

Бироқ, UZONIA ставкаси **14,0 фоиз** даражасида ўзгаришсиз шаклланаётганлиги, бу банкларнинг қисқа муддатли ликвидлик нархини белгилашда, асосан, олдинги кун кўрсаткичларидан мўлжал сифатида фойдаланиши билан изоҳланади.

3-расм. UZONIA бенчмарк ставкаси динамикаси, фоизда



4-расм. Пул бозоридаги муддатлар кесимидаги фоиз ставкалари



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Банклараро пул бозорида овернайт (1 кунлик) операциялар бўйича ўртача фоиз ставкаси 14 фоиз даражасида шаклланган бўлса, нисбатан **узоқроқ муддатли** амалиётлар бўйича фоиз ставкалари турлича шаклланмоқда (4-расм). Хусусан, 2-7 кунлик депозитлар бўйича фоиз ставкалар март ойига келиб фоиз коридори доирасигача тушди ва 15,7 фоизни ташкил этди. Бунга Марказий банк томонидан ликвидлик тақдим этиш бўйича 7 кунлик РЕПО аукционларининг тикланганлиги таъсир кўрсатмоқда.

Шунингдек, узоқроқ муддатлар сегментида ушбу амалиётлар **сонининг камлигини** (хусусан, чорак давомида ойлик ўртача 3 та муддати 90 кундан юқори бўлган операция амалга оширилган) ва фоиз ставкалари **етарлича репрезентатив эмаслигини** таъкидлаш лозим.

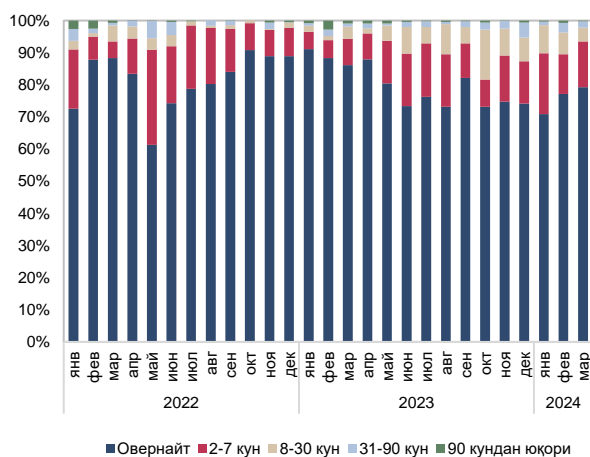
Нисбатан узоқроқ муддатли амалиётлар бўйича фоиз ставкаларининг юқорилиги тижорат банклари томонидан кредит ва ликвидлик хатарини баҳолашдаги ноаниқликлар, бозордан доимий равишда ликвидлик топа олишга бўлган ишонч даражаси билан ҳам изоҳланади.

Пул бозорида фаолликнинг янада ошиб бориши келгусида банкларнинг зарур пайтда ликвидлик топа олишга бўлган ишончининг ортишига ва мос равишда қисқа муддатли ликвидлик нархининг мувозанатлашиб боришига хизмат қилади.

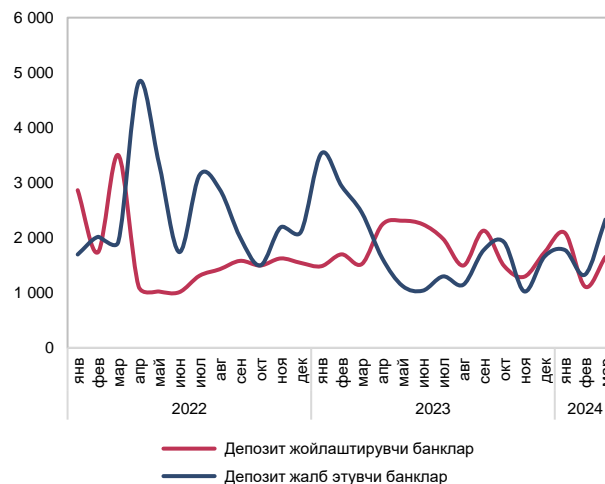
1.2. Банклараро пул бозори сегментацияси

Банклараро пул бозоридаги операцияларнинг асосий улуши **овернайт депозитларга** тўғри келиб, I чорақда **76 фоизни** ташкил этди (IV чорақда 74 фоиз).

5-расм. Пул бозори операцияларининг муддатлар бўйича улуши



6-расм. Пул бозори бўйича “Herfindahl-Hirshman” индекси



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Шунингдек, чорақ давомида муддати 2-7 кунлик депозитлар улуши 12,2 фоиздан **15,3 фоизгача** ошган бўлса, 8-30 кунлик депозитлар улуши 10,1 фоиздан **6,4 фоизгача** қисқарган (5-расм). Нисбатан узоқроқ муддатли депозитлар кўп ҳолларда **ликвидлик нормативларини** бажариш мақсадида жалб этилган.

Банклараро пул бозори самарадорлигини баҳолашда иштирокчиларнинг фаоллиги муҳим аҳамият касб этади. 2024 йилнинг I чорагида пул бозорида депозит жойлаштирувчи банклар сони 22-23 тани ташкил этган бўлса жалб этувчи банклар сони 20-21 тани ташкил этди. Бунда, пул бозорининг ҳар иккала сегментида иштирок этаётган банклар ҳиссасига банк тизими умумий активларининг қарийб **98 фоизи** тўғри келиб, ликвидликнинг самарали қайта тақсимланишига хизмат қилмоқда.

Пул бозорининг депозит жалб этиш сегментида энг фаол 3 та банкларнинг улуши ўртача **61 фоизга** тенг бўлган бўлса, депозит жойлаштириш сегментида бироз пастроқ **54 фоизга** тенг бўлди. Бунда, жойлаштирувчи фаол банклар улуши олдинги чоракка нисбатан ўзгармаган бўлса, жалб этувчи банкларда ўсиш кузатилган (*IV чоракда 56 фоиз*).

Бозорнинг **концентрациялашув даражасини** ифода этувчи “Herfindahl-Hirshman” индекси¹ асосидаги ҳисоб-китобларга кўра (*6-расм*), март ойида пул бозорининг жалб этувчи сегментида концентрациялашув даражаси **2 332 га** ва жойлаштирувчи сегментида **1 653 га** тенг бўлган. Бунда, депозитларнинг жалб этувчи сегментида ўтган чоракга нисбатан ўсган бўлса, жойлаштирувчи сегментида пастлаган. Бу, ўз навбатида, ликвидликнинг банклар кесимида нотекис тақсимланганлиги билан ифодаланди.

Ўз навбатида, ўтган йилнинг иккинчи ярмида банклараро пул бозори бўйича “Herfindahl-Hirshman” индексининг **тебранувчанлиги** бироз пасайиб, пул бозорида барқарор равишда “нисбатан концентрациялашув” даражаси сақланиб қолди.

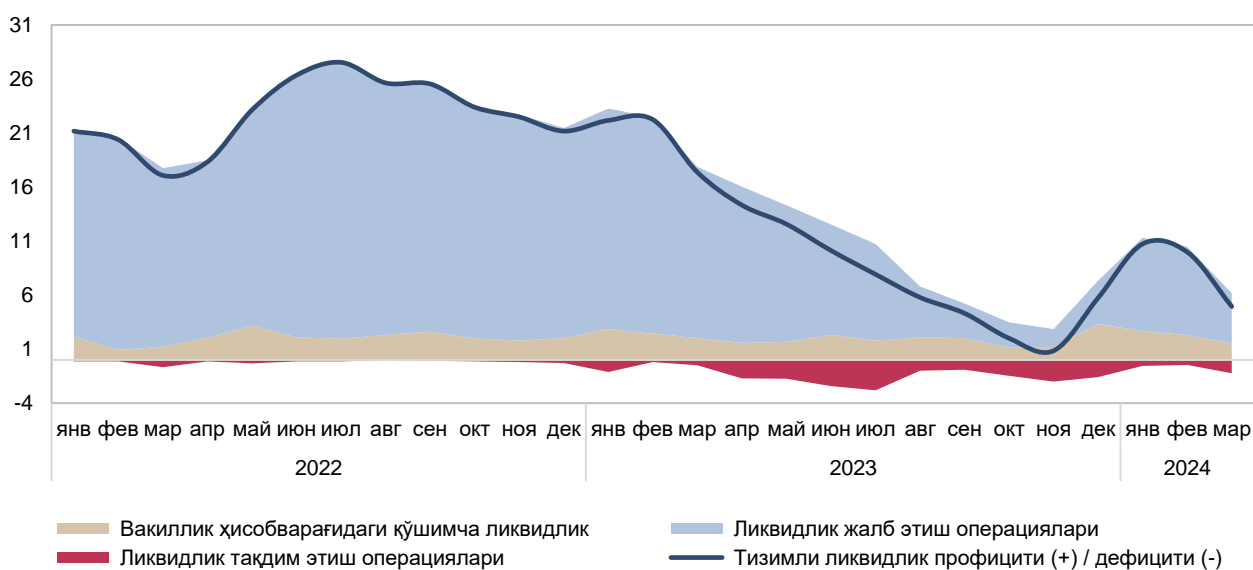
¹ “Herfindahl-Hirshman” индекси – бозорда (тармоқда) концентрация даражасини ифодаловчи кўрсаткич бўлиб, бозор иштирокчилари улушининг квадратлари йиғиндисини кўринишида ҳисобланади. Кўрсаткич 0 дан 10 000 оралиғида бўлиб, 10 000 бир ташкилотнинг мутлақ бозорга эгаллигини (монополия) ифодаласа, қиймат 0 га яқинлашгани сари рақобатнинг кучайиб бориши кузатилади. Таҳлилчилар томонидан индекснинг 1 500-2 500 оралиғида бўлиши тизимнинг “нисбатан концентрациялашганлиги” ва 2 500 дан юқори бўлиши “юқори даражада концентрациялашганлиги” билдирилади.

2. Банк тизими ликвидлиги таҳлили

2.1. Умумий ликвидлик динамикаси ва омиллари

Банк тизими ликвидлиги 2023 йилнинг декабрь ойидаги ўсишдан сўнг, жорий йилнинг I чорагида пасаявчи тенденцияга эга бўлди. Банк тизимида умумий **ликвидлик профицити**² қисқаришда давом этиб, март ойида ўртача **4,9 трлн. сўм**ни ташкил қилди (7-расм). Бунда, ликвидлик профицити январь ойидаги 10,7 трлн сўмдан чорак давомида пасайиб борди.

7-расм. Банк тизимидаги умумий ликвидлик ҳолати, трлн.сўм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Ликвидликнинг қисқариб бориши шароитида муомаладаги 5 трлн. сўмлик Марказий банк облигациялари тўлиқ сўндирилди ва юзага келган қўшимча ликвидликни стерилизация қилишда ликвидликни жалб этиш бўйича депозит инструментларидан фаол фойдаланилди ва I чорақда ушбу операциялар умумий ликвидликка **1,5 трлн. сўм**лик камайтирувчи таъсир кўрсатди.

Мажбурий захиралашнинг ўртачалаш талаби чорак давомида ўртача **11,3-11,6 трлн. сўм** доирасида шаклланиб, банк тизимида тўловлар узлуксизлигининг таъминланиши ва ликвидлик нормативларининг бажарилишида етарли бўлди.

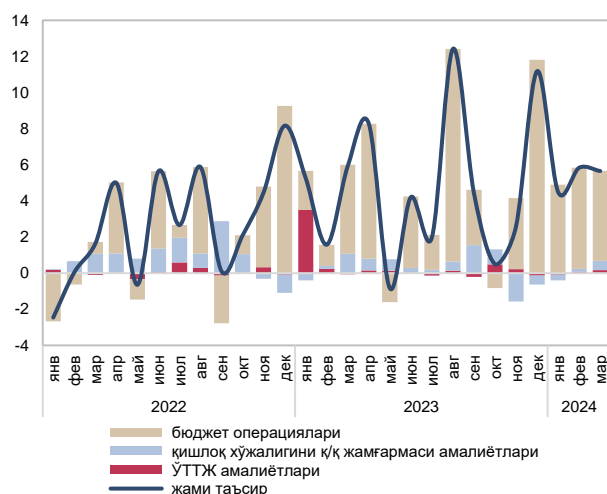
² Банк тизими умумий ликвидлиги ҳолати – тижорат банкларининг Марказий банкдаги миллий валютадаги вакиллик ҳисобварағи қолдиғи ва ўртачалаш ҳажми тафовутига банкларнинг пул-кредит операциялари бўйича соф позицияси (ликвидликни жалб этиш операциялари ва ликвидликни тақдим этиш операциялари соф қолдиғи) қўшилиши орқали ҳисобланади. Ушбу кўрсаткич Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати операциялари мавжуд бўлмаган вазиятда банк тизими умумий ликвидлик ҳажмининг эҳтимолий миқдорини кўрсатади.

Муомаладаги нақд пуллар билан боғлиқ операцияларнинг банк тизими ликвидлигига таъсири чорак давомида мавсумий характерга эга бўлиб, жорий йилнинг илк чорагида муомаладаги нақд пуллар ҳажмининг қисқариши банк тизими ликвидлигининг **6,1 трлн. сўмга** ортишига хизмат қилди.

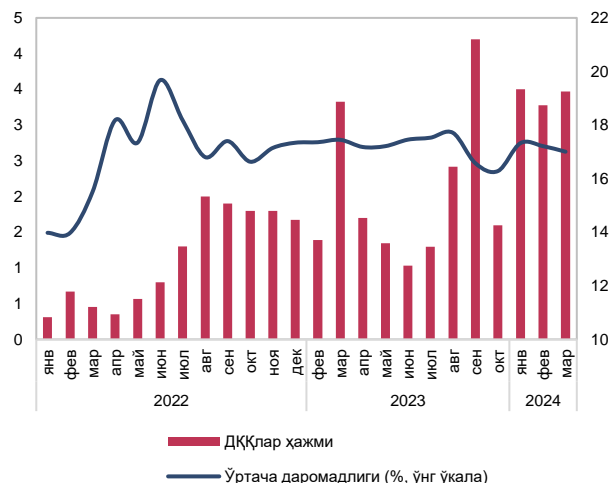
2.2. Ҳукумат операцияларининг банк тизими ликвидлигига таъсири

Жорий йилнинг I чорагида ҳукумат операцияларининг банк тизими умумий ликвидлигига оширувчи таъсири **16 трлн. сўмни** ташкил этди (8-расм).

8-расм. Ҳукумат операцияларининг ликвидликка таъсири, трлн.сўм



9-расм. ИМВ томонидан муомалага чиқарилган ДҚҚлар, трлн. сўм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Ҳукумат операцияларининг ушбу таъсири мавсумийлик характерига эга бўлиб, унинг таркибида:

1) **Ўзбекистон Тикланиш ва Тараққиёт жамғармасининг (ЎТТЖ)** банк тизими ликвидлигига таъсири сезиларсиз (0,2 трлн. сўмга оширувчи) бўлиб, тижорат банкларига давлат дастурлари асосида кредит тақдим этиш учун илгари берилган кредитларнинг қайтган қисмидан фойдаланилганлиги билан изоҳланади;

2) **Қишлоқ хўжалигини қўллаб-қувватлаш жамғармаси** операцияларининг ликвидликка таъсири 2024 йил экиш ишларини ташкил этиш мақсадида маблағларнинг ажратилиши ҳисобига ҳисобига 0,4 трлн. сўмга оширувчи бўлди.

3) **Ягона ғазна ҳисобварағи** орқали амалга оширилган амалиётлар эса, I чорақда 15,5 трлн. сўмлик оширувчи аҳамият касб этди. Бунда,

бюджет ташкилотларининг иш ҳақи, нафақа ва пенсия харажатлари билан бир қаторда Ғазначиликнинг вақтинча бўш пул маблағлари тижорат банкларига аукцион асосида депозитларга жойлаштириб борилди.

Ҳукуматнинг даромадлари ва харажатлари ўртасидаги тафовут, асосан, чорак давомида ички бозордан қарз жалб этиш ҳисобидан молиялаштирилганлиги сабабли Иқтисодиёт ва молия вазирлиги томонидан I чорақда жами **11,3 трлн.** сўмлик давлат қимматли қоғозлари муомалага чиқарилди ва уларнинг қолдиғи 2024 йил 1 апрель ҳолатига **24,3 трлн.** сўмни ташкил этди.

2024 йилнинг II чорағида, сўнгги йиллардаги мавсумий тенденциядан келиб чиқиб, ҳукумат харажатларининг ортиши ва натижада банк тизими ликвидлигига оширувчи таъсири кутилмоқда.

2.3. Марказий банкнинг қимматбаҳо металллар хариди ва валюта интервенциялари

2024 йилнинг I чорағида ташқи иқтисодий шароитлар, етакчи марказий банклар томонидан фоиз ставкаларнинг пасайиши фазаси бошланиши билан боғлиқ кутилмалар ва геосиёсий зиддиятлар натижасида инвесторлар томонидан олтинга бўлган юқори талаб шароитида олтин нархида кескин тебраниш кузатилиб, 1 троя унция учун 2 000-2 200 АҚШ доллари доирасида шаклланди.

Натижада, Марказий банкнинг қимматбаҳо металллар хариди ушбу даврда **22,3 трлн.** сўмга тенг бўлди ва 2023 йилнинг IV чорақдаги кўрсаткичдан биров ошди (*21,5 трлн. сўм*).

Марказий банк томонидан қимматбаҳо металллар хариди орқали чиқарилган ликвидлик “олтин-валюта захиралари нейтраллиги тамойили” асосида ички валюта бозорига интервенциялар орқали стерилизация қилиб борилди.

Ушбу даврда интервенциялар ҳажмининг нисбатан юқорилиги мавсумий талаб ва муддати келган ташқи қарзнинг қайтарилиши билан боғлиқ бўлиб, келгуси чорақда ушбу кўрсаткичнинг мувозанатланиши кутилмоқда.

3. Ликвидликни тартибга солиш операциялари таҳлили

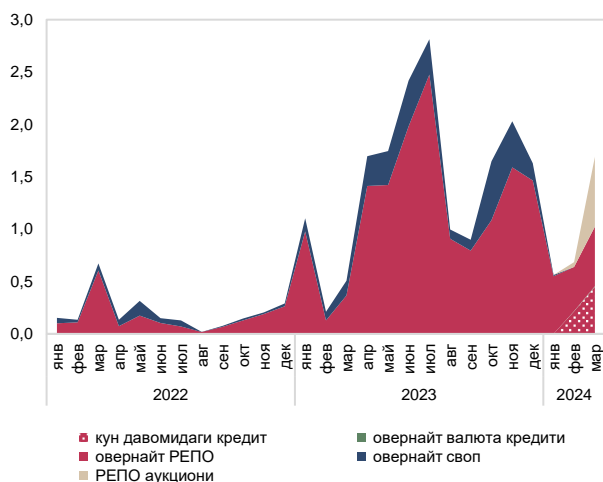
3.1. Ликвидликни тақдим этиш операциялари

Жорий йилнинг I чорагида умумий ликвидлик ҳажмининг қисқариб бориши натижасида Марказий банкнинг ликвидликни жалб этиш операцияларига талаб қисқариб боришига қарамасдан, Марказий банк ликвидликни соф жалб этувчи бўлди.

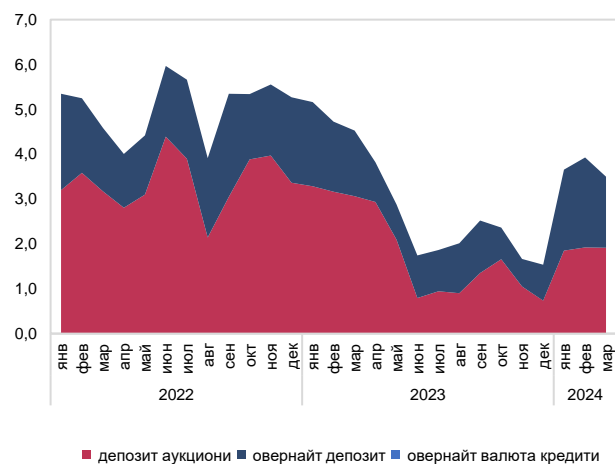
Хусусан, Марказий банкнинг ликвидликни жалб этиш ва тақдим этиш операциялари ўртасидаги кунлик ўртача ижобий тафовут январь ойидаги 8,1 трлн сўмдан март ойида **3,4 трлн сўмгача** қисқарди.

2024 йилнинг I чорагида Марказий банкнинг ликвидликни тартибга солиш операцияларига бўлган талаб тизимдаги умумий ликвидлик ҳолатига боғлиқ бўлди. Умумий ликвидликнинг тақсимланиши **нотекис бўлганлиги** жалб этиш операцияларига бўлган талабнинг сақланиб қолишига ва ликвидлик профицитининг қисқариши туфайли тақдим этиш операцияларига талабнинг кўпайишига олиб келди.

10-расм. Ликвидлик тақдим этиш операциялари, трлн.сўм



11-расм. Ликвидлик жалб этиш операциялари, трлн. сўм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Шунингдек, Марказий банкнинг операцион механизмига киритилган ўзгаришлар туфайли ликвидлик тақдим этиш буйича янги киритилган кун давомидаги кредит, валюта гарови асосидаги овернайт кредити, шунингдек, ликвидлик тақдим этиш буйича 7 кунлик РЕПО аукционларининг қайта тикланганлиги Марказий банкнинг ликвидлик тақдим этиш операциялари буйича позициясига ўз таъсирини кўрсатди.

Хусусан, овернайт РЕПО операцияларининг 2023 йилнинг декабрь ойидаги 1,5 трлн. сўмдан март ойида ўртача қолдиғи **568 млрд. сўмгача**

қисқарди (11-расм). Ушбу овернайт РЕПО ҳажмининг қисқариши банклар томонидан Марказий банкнинг **фоизсиз кун давомидаги кредит** инструменти билан кенг фойдаланилиши билан ифодаланади.

Таъкидлаш жоизки, тижорат банкларига тўлов куни ёпилгандан сўнг 1 соат давомида Марказий банк пул-кредит операцияларидан фойдаланиш имконияти яратилди. Ликвидлик нормативлари ва ўртачалаш талабларини бажариш учун тижорат банклари ушбу имкониятдан фойдаланишмоқда. Хусусан, ушбу ўзгартиришлар амалиётга тадбиқ этилгандан кейин 20 фоиз овернайт РЕПО операциялари тўлов куни ёпилгандан сўнг амалга оширилди.

Хусусан ушбу операцияларнинг ўртача ҳажми март ойида 449 млрд. сўмни ташкил этган бўлса, бу ўз навбатида, тижорат банклари учун кутилмаган ликвидлик шокларини бошқаришда **кўшимча қулайликлар** ва **харажатларини қисқартириш** имкониятини бермоқда.

Марказий банкнинг операцион механизмида ликвидлик тақдим этиш бўйича асосий инструменти ҳисобланадиган РЕПО аукционлари қайта тикланганидан сўнг, март ойида ушбу операциялар бўйича ўртача қолдиқ **667 млрд.** сўмни ташкил этди. РЕПО аукционлари бўйича ўртача тортилган фоиз ставкалар **14,1-14,6 фоиз** ставка атрофида шаклланди.

Келгусида, банк тизими ликвидлиги мувозанатлашиши билан биргаликда Марказий банк ва тижорат банклари томонидан ликвидликни **прогноз қилиш салоҳияти ортиб бориши** ҳисобига ушбу операциялар фоиз ставкалари Марказий банк **асосий ставкасига яқин даражада** шаклланиши кутилмоқда.

3.2. Ликвидликни жалб этиш операциялари

Банк тизими умумий ликвидлигининг қисқариши фонида муомаладаги Марказий банк облигациялари тўлиқ сўндирилди ва пул бозоридаги қисқа муддатли фоиз ставкаларининг **фоиз коридори доирасида шаклланиши** таъминлаш мақсадида ликвидлик жалб этиш бўйича депозит операциялардан кенг фойдаланилди.

Ушбу даврда депозит аукционларининг кунлик ўртача қолдиғи **1,9 трлн.** сўмни ташкил этиб, жами ликвидликни жалб этиш операциялари қолдиғидаги улуши **28,7 фоизни**, овернайт депозит операциялари 1,8 трлн. сўмни (улуши – 26,5%) ташкил қилди (12-расм).

Шунингдек, операцион механизмга киритилган ўзгартиришлардан сўнг тижорат банклари томонидан Марказий банк билан овернайт депозит

операцияларининг 47 фоизи тўлов куни ёпилгандан кейин амалга оширилди.

Келгуси чоракларда тизимли ликвидлик профицитининг қисқариб бориши ва ликвидликнинг кутилмаган шоклари юзага келмаслиги ҳолатида Марказий банк облигациялари эмиссияси амалга оширилмаслиги мумкин. Шу билан бирга, ликвидлик тақдим этиш операциялари, хусусан, РЕПО аукционлари ва ликвидлик жалб этиш операцияларидан ҳам фаол фойдаланган ҳолда мавжуд ликвидликни самарали тартибга солиш орқали **пул бозори фоиз ставкаларини тўғри йўналтириш** асосий вазифалардан ҳисобланади.

© Ўзбекистон Республикаси Марказий банки, 2024 йил

Пул-кредит сиёсати департаменти томонидан тайёрланди.

Ўз таклиф ва эътирозларингизни қуйидаги манзилга жўнатишингиз мумкин:

E-mail: achilov@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22