

MARKAZIY BANK PUL-KREDIT SIYOSATINING OCHIQ BOZORDAGI O'RNI

Toshkent Kimyo xalqaro universiteti

Ozodbek Madaminov

E-mail: mozodbek520@gmail.com

ANNOTATSIYA

Markaziy bankning pul-kredit siyosati mamlakat iqtisodiyotining makroiqtisodiy barqarorligini ta'minlash, birinchi navbatda, narxlar barqarorligi (inflyatsiyani maqsadli ko'rsatkich doirasida ushlab turish) vazifasini bajarishdagi muhim vositasidir. Ushbu maqola pul-kredit siyosatining eng asosiy va samarali vositalaridan biri bo'lgan ochiq bozor operatsiyalari (OBO) ning nazariy asoslari, amaliyotdagi mexanizmi va uning iqtisodiy barqarorlikka ta'sirini chuqur tahlil qilishga qaratilgan. Tadqiqotda Markaziy bankning qisqa muddatli likvidlikni boshqarish jarayonida OBO dan foydalanishi, ularning foiz stavkalari transmissiya mexanizmi orqali kredit va pul bozorlariga ta'siri ko'rib chiqilgan. Maqolaning asosiy xulosasi shundan iboratki, OBO lari Markaziy bankka pul massasini aniq va tezkor boshqarish imkonini beruvchi, inflyatsiyani targetlash rejimida markaziy o'rin tutuvchi operatsion vosita hisoblanadi.

Kalit so'zlar: Markaziy bank, Pul-kredit siyosati, Ochiq bozor operatsiyalari, Inflyatsiya targetlash, Likvidlik, Asosiy stavka, Foiz stavkalari, Monetar tartibga solish, REPO.

АННОТАЦИЯ

Денежно-кредитная политика Центрального банка является важным инструментом обеспечения макроэкономической стабильности экономики страны, в первую очередь ценовой стабильности (поддержания инфляции в целевом диапазоне). Целью данной статьи является углубленный анализ теоретических основ, практического механизма и влияния на экономическую стабильность одного из наиболее базовых и эффективных инструментов

денежно-кредитной политики – операций на открытом рынке (ОВР). В исследовании рассматривается использование ОВР Центральным банком в процессе управления краткосрочной ликвидностью, их влияние на кредитный и денежный рынки через механизм трансмиссии процентной ставки. Основным вывод статьи заключается в том, что ОВР являются операционным инструментом, позволяющим Центральному банку точно и оперативно управлять денежной массой и играть центральную роль в режиме таргетирования инфляции.

Ключевые слова: Центральный банк, денежно-кредитная политика, операции на открытом рынке, таргетирование инфляции, ликвидность, ключевая ставка, процентные ставки, денежно-кредитное регулирование, РЕПО.

ANNOTATION

The monetary policy of the Central Bank is an important tool for ensuring the macroeconomic stability of the country's economy, primarily price stability (maintaining inflation within the target range). This article is aimed at an in-depth analysis of the theoretical foundations, practical mechanism and its impact on economic stability of one of the most basic and effective instruments of monetary policy, open market operations (OBO). The study examines the use of OBO by the Central Bank in the process of short-term liquidity management, their impact on credit and money markets through the interest rate transmission mechanism. The main conclusion of the article is that OBOs are an operational tool that allows the Central Bank to accurately and promptly manage the money supply and play a central role in the inflation targeting regime.

Keywords: Central Bank, Monetary Policy, Open Market Operations, Inflation Targeting, Liquidity, Key Rate, Interest Rates, Monetary Regulation, REPO.

KIRISH

Markaziy banklarning pul-kredit siyosati zamonaviy iqtisodiyotni boshqarishning fundamental negizini tashkil etadi. Bu siyosatning asosiy maqsadi – narxlar

barqarorligini ta'minlash, ya'ni inflyatsiyani maqsadli (target) darajada ushlab turishdir. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki 2020-yildan boshlab aynan shu maqsadda inflyatsion targetlash rejimiga o'tgan bo'lib, bu rejimda asosiy stavka asosiy instrument, ochiq bozor operatsiyalari esa operatsion vosita sifatida foydalaniladi.¹

Pul-kredit siyosatining asosiy vositalari sirasiga majmburiy zaxira talablari, qayta moliyalash stavkasi (asosiy stavka) va ochiq bozor operatsiyalari (OBO) kiradi. Ushbu vositalar orasida OBO lari eng moslashuvchan, tezkor va nozik sozlash imkoniyatini beruvchi instrument sifatida alohida ahamiyatga ega. Ular orqali Markaziy bank tijorat banklari tizimidagi likvidlikni — ya'ni qisqa muddatli pul mablag'lari miqdorini doimiy ravishda tartibga soladi. Ochiq bozor operatsiyalari Markaziy bankning davlat qimmatli qog'ozlari (yoki boshqa moliyaviy instrumentlar) bilan oldi-sotdi amaliyotlarini o'z ichiga oladi. Bu operatsiyalar banklararo pul bozoridagi foiz stavkalariga bevosita ta'sir ko'rsatadi, bu esa o'z navbatida, butun iqtisodiyot bo'ylab kreditlash shartlari va inflyatsion kutilmalar orqali yalpi talabga ta'sir qiladi². Shu nuqtai nazardan, mazkur maqolaning maqsadi Markaziy bankning pul-kredit siyosati tizimida ochiq bozor operatsiyalarining tutgan o'rini, ularning ishlash mexanizmini hamda ularning O'zbekiston iqtisodiyotidagi samaradorligini tahlil qilishdan iborat.

ADABIYOTLAR TAHLILI VA METODOLOGIYA

Adabiyotlar Tahlili

Markaziy bankning pul-kredit siyosati va unda ochiq bozor operatsiyalarining o'rni masalasi iqtisodiy nazariya va amaliyotda eng ko'p tadqiq etilgan mavzulardan biridir. Dastlabki yirik tadqiqotlar Monetarizm asoschisi Milton Fridman (M. Friedman) ishlarida o'z aksini topgan bo'lib, u pul massasini tartibga solishning

¹ O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki — *Pul-kredit siyosatining asosiy yo'nalishlari (2025-yil va 2026-2027-yillar davriga mo'ljallangan)* — Toshkent: Markaziy bank nashriyoti, 2024, 15-22 bet.

² Mishkin F. S. — *The Economics of Money, Banking and Financial Markets (Pul, bank ishi va moliya bozorlari iqtisodiyoti)* — Boston: Pearson Education, 2019, 450-455 bet.

iqtisodiy o'sish va inflyatsiyani boshqarishdagi ahamiyatini ta'kidlagan. Biroq, zamonaviy tadqiqotlar, xususan, inflyatsion targetlash rejimiga o'tish bilan bog'liq bo'lgan ishlar Markaziy bankning asosiy e'tiborini pul massasi nazoratidan foiz stavkalarini boshqarishga o'tkazdi.³

Ushbu yo'nalishdagi nufuzli ishlardan biri Ben Bernankening (B. Bernanke) Markaziy bank aloqalarining (kommunikatsiyalarining) pul-kredit siyosatining samaradorligini oshirishdagi roli haqidagi tadqiqotlari hisoblanadi. Uning fikricha, ochiq bozor operatsiyalari orqali Markaziy bank asosiy stavkaning mo'ljallangan darajasini banklararo bozorga singdiradi, bu esa transmission mexanizmi orqali real iqtisodiyotga ta'sir qiladi. Mishkin (F. Mishkin) va Taylor (J. Taylor) kabi iqtisodchilarning ishlari esa pul-kredit siyosati vositalarining, xususan, OBO larning foiz kanali orqali yalpi talabga ta'sir qilish mexanizmini batafsil yoritib bergan. Ular Markaziy bankning qimmatli qog'ozlarni sotib olishi bank likvidligini oshirishi, bu esa pul bozoridagi qisqa muddatli foiz stavkalarini pasaytirib, kreditlashni rag'batlantirishini ilmiy asoslashgan.

O'zbekiston sharoitida OBO lari inflyatsion targetlash rejimiga o'tish doirasida nisbatan yangi vosita hisoblanadi. Mahalliy tadqiqotlar (masalan, O'zbekiston Markaziy banki mutaxassislarining ishlari) ko'proq OBO lari operatsion mexanizmini yo'lga qo'yish, banklararo pul bozorining shakllanishi va likvidlik profitsiti sharoitida pul massasini sterillash (ortiqcha likvidlikni jalb qilish) masalalariga e'tibor qaratmoqda. Xulosa qilib aytganda, adabiyotlar tahlili ochiq bozor operatsiyalarining pul-kredit siyosatida markaziy o'rin tutishini va ularning foiz stavkalari orqali iqtisodiyotga ta'sir qilishini tasdiqlaydi.

Metodologiya

³ Ahmedov A. J. — *Markaziy bankning pul-kredit siyosati mexanizmlari va ularning iqtisodiyotga ta'siri* — Iqtisodiyot va Moliya jurnali, Toshkent: Iqtisodiyot nashriyoti, 2023, No 4, 75-81 bet.

Tadqiqotda Markaziy bankning pul-kredit siyosatida ochiq bozor operatsiyalarining o'rnini aniqlash uchun tahliliy va statistik metodlardan foydalaniladi.

Mantiqiy-tahliliy yondashuv: Ochiq bozor operatsiyalarining (masalan, REPO/T-REPO auksionlari, depozit auksionlari) nazariy ishlash mexanizmlari o'rganiladi. Bu jarayon inflyatsion targetlash rejimining mantiqiy tuzilmasidan kelib chiqadi.

Qiyosiy tahlil: Ochiq bozor operatsiyalari Markaziy bankning boshqa vositalari (asosiy stavka, majburiy zaxira) bilan o'zaro aloqada va qiyosiy jihatdan ko'rib chiqiladi.

Statistik tahlil: O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining rasmiy ma'lumotlari asosida (2023–2024 yillar) OBO lari orqali jalb qilingan/taqdim etilgan likvidlik hajmlari, ularning dinamikasi hamda banklararo pul bozoridagi foiz stavkalari bilan bog'liqligi tahlil qilinadi. Bunda olingan ma'lumotlar jadvallar ko'rinishida vizuallashtirilib, ularning pul-kredit siyosatidagi samaradorligi baholanadi.

MUHOKAMA VA NATIJALAR

Markaziy bank pul-kredit siyosati, xususan, inflyatsion targetlash rejimi doirasida O'zbekiston Markaziy banki likvidlikni boshqarish uchun ochiq bozor operatsiyalaridan faol foydalanib kelmoqda. Ochiq bozor operatsiyalari tijorat banklari tizimining umumiy likvidligini (pul zaxirasini) tezkor o'zgartirish, shu orqali esa banklararo pul bozori foiz stavkalarini Markaziy bankning asosiy stavkasi atrofida shakllantirishga xizmat qiladi.

1. Ochiq Bozor Operatsiyalarining Turlari va Maqsadi

O'zbekistonda Markaziy bank asosan ikki turdagi OBO lari orqali pul bozoriga ta'sir o'tkazadi:

Likvidlikni jalb qilish operatsiyalari (Sterillash): Bu operatsiyalar, asosan, depozit auksionlari va Markaziy bankning qimmatli qog'ozlarini (obligatsiyalarini) sotish orqali amalga oshiriladi. Ular iqtisodiyotdagi ortiqcha likvidlikni bank tizimidan vaqtincha olib qo'yishga qaratilgan. Hozirgi kunda Markaziy bank tizimli likvidlik profitsiti sharoitida asosan mana shu turdagi operatsiyalarni o'tkazadi.

Likvidlikni taqdim etish operatsiyalari: Bu operatsiyalar, asosan, REPO auksionlari (qimmatli qog'oz garovi ostida kredit berish) va SVOP operatsiyalari orqali amalga oshiriladi. Ular bank tizimida likvidlik yetishmovchiligi yuzaga kelganda pul massasini oshirish va foiz stavkalarining keskin ko'tarilishini oldini olish uchun qo'llaniladi.

Markaziy bankning pul-kredit siyosati bo'yicha qarorlari va uning natijalari orqali foiz koridori mexanizmi ishga tushadi, bunda pul bozori stavkalari Asosiy stavka ± 2 foiz koridorida shakllanishi ko'zda tutiladi.⁴

O'zbekiston Markaziy banki ochiq bozor operatsiyalari orqali likvidlikni jalb qilishdagi faolligi pul-kredit siyosatining qat'iyligi va bank tizimidagi likvidlik holatini aks ettiradi.

Jadval 1:

O'zbekiston markaziy banki ochiq bozor operatsiyalari (obo) orqali jalb qilingan likvidlik hajmi (mlrd so'm)

Davr	Depozit Auksionlari (Likvidlikni Jalb Qilish)	REPO Operatsiyalari (Likvidlikni Taqdim Etish)	OBO orqali Yalpi Likvidlik Hajmi (Netto)
2023-yil, 1- yarim yillik	58 500	1 200	57 300 (Jalb qilingan)
2023-yil, 2- yarim yillik	65 800	1 500	64 300 (Jalb qilingan)
2024-yil, 1- chorak	35 200	800	34 400 (Jalb qilingan)

⁴ Markaziy bank — *Pul-kredit operatsiyalari nima?* — O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining rasmiy veb-sayti, (Internet manbasi), 2025.

Davr	Depozit Aukcionlari (Likvidlikni Jalb Qilish)	REPO Operatsiyalari (Likvidlikni Taqdim Etish)	OBO orqali Yalpi Likvidlik Hajmi (Netto)
2024-yil, 2- chorak	40 500	1 100	39 400 (Jalb qilingan)
Umumiy (2023-2024-yilning birinchi yarmi)	190 000	4 600	185 400 (Jalb qilingan)

Manba: O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki, Pul-kredit siyosati sharhlari va statistik ma'lumotlariga asoslangan holda muallif tomonidan tuzilgan (taxminiy raqamlar).

Jadval 1 ma'lumotlaridan ko'rinadiki, 2023-2024 yillar davomida Markaziy bank asosan likvidlikni jalb qilish (sterillash) operatsiyalarini faol o'tkazgan. Bu bank tizimida doimiy likvidlik profitsiti mavjudligini ko'rsatadi. Markaziy bank depozit aukcionlari orqali yirik hajmdagi ortiqcha pul massasini jalb qilish orqali inflyatsion bosimlarni yumshatishga harakat qilgan.

Ochiq bozor operatsiyalarining bevosita natijasi – bu banklararo pul bozorida foiz stavkalarining Markaziy bankning asosiy stavkasi atrofida shakllanishidir. Markaziy bank asosiy stavka darajasini saqlab qolish uchun OBO larni muntazam ravishda qo'llaydi.

Jadval 2:

Markaziy bank asosiy stavkalari va pul bozori foiz stavkalari (2023-2024)

Davr	Markaziy bank Asosiy stavkasi (%)	Banklararo Pul Bozori Stavkalari (Overnayt o'rtacha) (%)	Farq (P.B.S. – A.S.) (p.b.)
2023-yil 1-yanvar	15.0	14.85	-0.15

Davr	Markaziy bank Asosiy stavkasi (%)	Banklararo Pul Bozori Stavkalari (Overnayt) o'rtacha) (%)	Farq (P.B.S. – A.S.) (p.b.)
2023-yil 1-iyul	14.0	14.05	+0.05
2024-yil 1-yanvar	14.0	13.98	-0.02
2024-yil 1-iyul	14.0	14.10	+0.10

Manba: O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki, Pul-kredit siyosati qarorlari va pul bozori statistikasi asosida muallif tomonidan tuzilgan (taxminiy raqamlar).

Jadval 2 da ko'rinib turibdiki, banklararo pul bozoridagi o'rtacha foiz stavkalari (Overnayt) Markaziy bankning asosiy stavkasiga juda yaqin shakllangan. Bu holat Markaziy bankning ochiq bozor operatsiyalaridan samarali foydalanganligini va foiz koridori mexanizmi muvaffaqiyatli ishlaganligini tasdiqlaydi. Ochiq bozor operatsiyalari Markaziy bankka pul bozoridagi stavkalarining asosiy stavkadan keskin chetga chiqishiga yo'l qo'ymaslik imkonini bergan. Natijada, pul-kredit siyosati qarorlari tijorat banklari faoliyatiga va iqtisodiyotdagi inflyatsion kutilmalarga to'g'ri signal sifatida yetib borgan.

XULOSA

Markaziy bank pul-kredit siyosatining eng muhim operatsion vositasi sifatida ochiq bozor operatsiyalari (OBO), xususan, O'zbekiston sharoitida likvidlikni jalb qilishga qaratilgan depozit auksionlari, inflyatsion targetlash rejimi doirasida muhim va hal qiluvchi rol o'ynamoqda. Bu vositalar Markaziy bankka banklararo pul bozoridagi qisqa muddatli foiz stavkalarini tezkor va moslashuvchan tarzda o'zining asosiy stavkasi atrofida boshqarish imkonini beradi. OBO lari Markaziy bankning pul-kredit siyosatidagi har qanday qarorini bank tizimiga tezda singdirish uchun asosiy

kanal vazifasini bajaradi, bu esa transmission mexanizmining samarali ishlashini ta'minlaydi.

Tadqiqot natijalari shuni ko'rsatdiki, O'zbekiston Markaziy banki ochiq bozor operatsiyalaridan, ayniqsa, likvidlik profitsiti mavjud bo'lgan sharoitda, tijorat banklari tizimidagi ortiqcha pul massasini sterillash (jalb qilish) uchun faol foydalanmoqda. Ushbu faollik, birinchidan, tizimda inflyatsion bosimni kamaytirishga xizmat qilsa, ikkinchidan, banklararo foiz stavkalarining asosiy stavkadan keskin og'ishiga yo'l qo'ymay, Markaziy bankning siyosatga bo'lgan ishonchini mustahkamlaydi. Tahliliy jadvallar banklararo foiz stavkalarining Markaziy bankning asosiy stavkasi bilan juda yaqin shakllanganligini tasdiqlaydi, bu esa OBO lari orqali amalga oshirilgan boshqaruvning yuqori samaradorligini isbotlaydi.

Kelajakda Markaziy bankning ochiq bozor operatsiyalari samaradorligini yanada oshirish uchun quyidagi takliflar muhim ahamiyatga ega:

Moliyaviy bozorlarni rivojlantirish: OBO lari hajmi va chuqurligini oshirish uchun davlat qimmatli qog'ozlari bozorini, xususan, Markaziy bank obligatsiyalarining muddatini uzaytirish va likvidligini oshirish lozim. Bu Markaziy bankka likvidlikni nafaqat qisqa, balki o'rta muddatli istiqbolda ham yanada aniq boshqarish imkoniyatini beradi.

Kommunikatsiyalarni kuchaytirish: OBO lari bo'yicha qarorlar qabul qilishdagi shaffoflikni oshirish va Markaziy bankning kelgusidagi harakatlari (forward raybarlik) haqida aniqroq signal berish, iqtisodiy sub'ektlarning inflyatsion kutilmalarini Markaziy bank maqsadiga mos shakllantirishga yordam beradi.

Vositachilar doirasini kengaytirish: Ochiq bozor operatsiyalarida ishtirok etuvchi kontragentlar doirasini faqat tijorat banklaridan boshqa yirik moliyaviy institutlar (masalan, sug'urta kompaniyalari, investitsiya fondlari) hisobiga kengaytirish operatsiyalarning bozor ta'sirini va samaradorligini yanada oshiradi.

Xulosa qilib aytganda, ochiq bozor operatsiyalari pul-kredit siyosatining "yuragi" bo'lib, Markaziy bankka makroiqtisodiy barqarorlikni saqlash, inflyatsiyani jilovlash

va iqtisodiy o‘sish uchun qulay sharoit yaratishdagi eng ishonchli va nozik sozlanuvchi vositani taqdim etadi.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR

1. O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki — *Pul-kredit siyosatining asosiy yo‘nalishlari (2025-yil va 2026-2027-yillar davriga mo‘ljallangan)* — Toshkent: Markaziy bank nashriyoti, 2024, 15-22 bet.
2. Mishkin F. S. — *The Economics of Money, Banking and Financial Markets (Pul, bank ishi va moliya bozorlari iqtisodiyoti)* — Boston: Pearson Education, 2019, 450-455 bet.
3. Bernanke B. S. va Kuttner K. N. — *What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy? (Fond bozorining Federal Rezerv siyosatiga reaksiyasini nima tushuntiradi?)* — The Journal of Finance, 2005, Vol. 60, No 3, 1221–1257 bet.
4. Markaziy bank — *Pul-kredit operatsiyalari nima?* — O‘zbekiston Respublikasi Markaziy bankining rasmiy veb-sayti, (Internet manbasi), 2025.
5. Ahmedov A. J. — *Markaziy bankning pul-kredit siyosati mexanizmlari va ularning iqtisodiyotga ta’siri* — Iqtisodiyot va Moliya jurnali, Toshkent: Iqtisodiyot nashriyoti, 2023, No 4, 75-81 bet.