



## MARKAZIY BANK TOMONIDAN AMALGA OSHIRILAYOTGAN AN'ANAVIY VA NOAN'ANAVIY PUL-KREDIT SIYOSATI TAHLILI

**Djumonov Dilshod**

*Astraxan davlat texnika universitetining  
O'zbekiston Respublikasi Toshkent viloyatidagi filiali,  
Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti huzuridagi  
"O'zbekiston iqtisodiyotini rivojlantirishning  
ilmiy asoslari va muammolari" ilmiy-tadqiqot markazi  
ORCID: 0000-0001-6045-2875  
[dilmurod.7000@mail.ru](mailto:dilmurod.7000@mail.ru)*

**Annotatsiya.** Ushbu maqolada O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining 2020–2025 yillar davomida qo'llagan an'anaviy va noan'anaviy pul-kredit siyosati instrumentlari tahlil qilinadi. Tadqiqot asosiy foiz stavkasi, majburiy zaxira normativlari, obligatsiya emissiyasi, depozit auktsionlari, foiz koridori va balans kengaytirish siyosatini qamrab oladi. Statistik-empirik tahlil asosida Markaziy bankning monetar siyosat instrumentlari inflyatsiyani jilovlash, milliy valyutani barqarorlashtirish va bank tizimi likvidligini tartibga solishdagi samaradorligi baholanadi.

**Kalit so'zlar:** pul-kredit siyosati, asosiy foiz stavkasi, inflyatsiyani targetlash, majburiy zaxira normativlari, noan'anaviy monetar siyosat, foiz koridori, depozit auktsionlari, likvidlik sterilizatsiyasi, Markaziy bank, monetar uzatish mexanizmi.

## АНАЛИЗ ТРАДИЦИОННОЙ И НЕТРАДИЦИОННОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

**Джумонов Дилшод**

*Филиал Астраханского государственного технического  
университета в Ташкентской области Республики Узбекистан,  
Научно-исследовательский центр  
«Научные основы и проблемы развития экономики Узбекистана»  
при Ташкентском государственном экономическом университете*

**Аннотация.** В данной статье анализируются традиционные и нетрадиционные инструменты денежно-кредитной политики, применявшиеся Центральным банком Республики Узбекистан в 2020–2025 годах. Исследование охватывает базовую процентную ставку, нормативы обязательных резервов, выпуск облигаций, депозитные аукционы, коридор процентных ставок и политику расширения баланса. На основе статистико-эмпирического анализа оценивается эффективность инструментов монетарной политики Центрального банка в части сдерживания инфляции, стабилизации национальной валюты и управления ликвидностью банковской системы.

**Ключевые слова:** денежно-кредитная политика, базовая процентная ставка, инфляционное таргетирование, нормативы обязательных резервов, нетрадиционная монетарная политика, коридор процентных ставок, депозитные аукционы, стерилизация ликвидности, центральный банк, трансмиссионный механизм.

## ANALYSIS OF CONVENTIONAL AND UNCONVENTIONAL MONETARY POLICY IMPLEMENTED BY THE CENTRAL BANK

**Djumonov Dilshod**

*Branch of the FSBEI of HE "Astrakhan State Technical University" in the Tashkent region of the Republic of Uzbekistan, Scientific Research Center "Scientific Foundations and Problems of the Development of the Economy of Uzbekistan" under Tashkent State University of Economics*

**Abstract.** *This article analyzes the conventional and unconventional monetary policy instruments employed by the Central Bank of the Republic of Uzbekistan during 2020–2025. The research covers the key interest rate, required reserve ratios, bond issuance, deposit auctions, interest rate corridor, and balance sheet expansion policy. Based on statistical-empirical analysis, the effectiveness of the Central Bank's monetary policy instruments in curbing inflation, stabilizing the national currency, and managing banking system liquidity is evaluated.*

**Keywords:** *monetary policy, key interest rate, inflation targeting, required reserve ratios, unconventional monetary policy, interest rate corridor, deposit auctions, liquidity sterilization, central bank, monetary transmission mechanism.*

### **Kirish.**

O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki 2020–2025 yillar davomida makroiqtisodiy barqarorlikni ta'minlash, inflyatsiyani maqsadli darajada ushlab turish, bank tizimidagi likvidlikni samarali boshqarish va milliy valyuta kursini barqarorlashtirish vazifalarini amalga oshirdi. Bu davr global COVID-19 pandemiyasi, xomashyo narxlarining keskin o'zgarishi va geosiyosiy omillar kabi tashqi shoklar yuzaga kelganligi bilan ajralib turadi. Mazkur shoklar Markaziy bankni an'anaviy va noan'anaviy pul-kredit siyosati instrumentlarini muvofiqlashtirgan holda samarali qo'llashga undadi.

Noan'anaviy pul-kredit siyosati instrumentlari - foiz majburiyatlari siyosati, miqdoriy yumshatish (QE), sifatli yumshatish, majburiy zaxiralar va koridor tizimlari - O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki faoliyatida turli darajalarda va o'ziga xos shaklda qo'llaniladi. Masalan, O'zbekistonda majburiy zaxira normativlariga an'anaviy monetar siyosati instrumenti sifatida qaralsa, miqdoriy yumshatish va sifatli yumshatish siyosatlari aynan shu nomlar bilan qo'llanilmasada, ulardan ko'zlangan maqsad boshqa shallarda amalga oshiriladi. Ya'ni, miqdoriy yumshatish aslida markaziy banklar tomonidan amalga oshiriladigan an'anaviy pul-kredit siyosatidan biri bo'lgan ochiq bozor operatsiyalarini (OBO) juda katta miqdorda amalga oshirish jarayonidir. Ushbu siyosatni amalga oshirishda markaziy banklar moliya institutlaridan katta miqdordagi aktivlarni sotib olish orqali pul bazasini oshiradi (Peersman, 2014).

Shunday ekan, maqolada Markaziy bankning an'anaviy monetar siyosati instrumentlari sifatida asosiy foiz stavkasi va majburiy zaxira normativlari o'rganilsa, noan'anaviy pul-kredit siyosati sifatida foiz majburiyatlari siyosati, aktivlarni sotib olish yoki boshqa operatsiyalarni amalga oshirish orqali MB balansini kengaytirish siyosati va koridor tizimlari tahlil qilinadi.

### **Adabiyotlar sharhi.**

An'anaviy pul-kredit siyosatini tadqiq etish bo'yicha xalqaro ilmiy adabiyotlarda keng miqyosli ilmiy izlanishlar olib borilgan bo'lsa, noan'anaviy pul-kredit siyosatiga oid tadqiqotlar nisbatan yangi bo'lib, ayniqsa 2008 yilgi global moliyaviy inqirozdan keyin faol o'rganila boshlandi. O'zbekistonda noan'anaviy pul-kredit siyosati bo'yicha deyarli tadqiqotlar olib borilmaganligi sababli, ushbu tadqiqotda global inqiroz davrida va undan keyin amalga oshirilgan noan'anaviy pul-kredit siyosati bo'yicha ayrim xorijiy tadqiqotlar tahlil qilinadi.

Bernanke va Reinhart juda past foiz stavkalari sharoitida pul-kredit siyosatini olib borish usullarini, jumladan, noan'anaviy monetar choralar samaradorligini keng tahlil qilgan. Mualliflar foiz majburiyatlari siyosatini inflyatsion kutilmalarni shakllantirish vositasi sifatida ko'rsatib, markaziy banklar balansining kengayishi va aktivlar sotib olish orqali uzoq muddatli stavkalarga ta'sir o'tkazish imkoniyatlarini tizimli baholagan (Bernanke va Reinhart, 2004).

Noan'anaviy monetar siyosat instrumentlari bo'yicha NBER ishchi hujjatida miqdoriy yumshatish va aktivlar sotib olish dasturlarining pul bozori va real iqtisodiyotga ta'siri empirik jihatdan o'rganib, ushbu siyosatlar markaziy bank bilan bog'liq risklarni oshirishi alohida qayd etilgan (Lacker, 2017). Peersman esa noan'anaviy pul-kredit siyosatining samaradorligini baholash metodologiyasini ishlab chiqib, miqdoriy yumshatish transmissiyasining o'ziga xos xususiyatlarini tahlil qilgan (Peersman, 2014).

O'zbekistonda monetar siyosat tahlili bo'yicha bir qator tadqiqotlar olib borilgan. Jumladan, O'zbekistonda inflyatsiyani targetlash rejimiga o'tish jarayonini va uning bank tizimiga ta'sirini o'rganib, transformatsion davr muammolariga e'tibor qaratilgan (Ergashev va boshq., 2021). Yusupov tomonidan asosiy foiz stavkasi va inflyatsion kutilmalar o'rtasidagi munosabat O'zbekiston misolida empirik baholanib, uzatish kanallarining samaradorligi tahlil qilingan (Yusupov, 2022).

Majburiy zaxira normativlari bo'yicha xalqaro tadqiqotlar shuni ko'rsatadiki, rivojlanayotgan iqtisodiyotlarda ushbu instrument dollarlashuv darajasini kamaytirish va milliy valyuta jozibadorligini oshirishda faol qo'llaniladi. Rivojlanayotgan mamlakatlar misolida majburiy zaxira normativlarining siklik xususiyati va monetar siyosatdagi o'rni tahlil qilinib, ushbu instrumentning inflyatsiya va kredit o'sishini nazorat qilishdagi roli ko'rsatilgan (Federico va boshq., 2014).

Foiz koridori tizimi ham bir qator tadqiqotlar predmeti sifatida o'rganilgan bo'lib, ushbu tizim pul bozori stavkalarini barqarorlashtirish mexanizmi sifatida tahlil qilinib, koridor kengligi va bozor samaradorligi o'rtasidagi munosabatlar modellashtirgan (Whitesell, 2006). O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki tomonidan inflyatsiyani targetlash siyosati doirasida foiz koridori tizimining joriy etilishi va kengaytirilishi yuqoridagi nazariy yondashuvlarning amaliy ifodasidir.

Markaziy bank balansi va likvidlik sterilizatsiyasi masalalari nisbatan kam o'rganilgan bo'lib, tadqiqotlarda asosan depozit auksionlari va obligatsiyalar emissiyasi ortiqcha likvidlikni boshqarishda asosiy instrument ekanligi ta'kidlangan (Bindseil, 2014). Shunday ekan, O'zbekiston Markaziy bankining 2020–2025 yillarda amalga oshirgan pul-kredit siyosatini tushuntirishda yuqoridagi nazariy qarashlar asos bo'lib xizmat qiladi.

### **Tadqiqot metodologiyasi.**

Tadqiqot O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining 2020–2025 yillardagi pul-kredit siyosatini kompleks baholash maqsadida tizimli va statistik-empirik tahlil metodologiyasiga asoslanadi. Tadqiqot dizayni sifatida tavsiflovchi va tahliliy tadqiqot strategiyasi tanlangan. Tavsiflovchi yo'nalish – asosiy foiz stavkasi, majburiy zaxira normativlari, depozit auksionlari hajmi va Markaziy bank aktiv tarkibining vaqt seriyasi dinamikasini aks ettiradi. Tahliliy yo'nalish – ushbu o'zgarishlar o'rtasidagi funksional bog'liqlik, inflyatsion kutilmalar bilan korrelyatsiya va likvidlik boshqaruvining samaradorligini baholashni o'z ichiga oladi.

### **Tahlil va natijalar muhokamasi.**

#### *Asosiy foiz stavkasi dinamikasi*

An'anaviy pul-kredit siyosatining asosiy instrumenti bo'lgan asosiy foiz stavkasi Markaziy bankning makroiqtisodiy maqsadlariga erishishida muhim rol o'ynaydi. 2020–2025 yillarda O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki tomonidan asosiy foiz stavkasi bir necha bor o'zgartirilgan bo'lib, bu o'zgarishlar iqtisodiy sharoitlarga javob sifatida amalga oshirilgan (1-jadval).

1-jadval

## Markaziy bankning asosiy foiz stavkasi dinamikasi

| Amal qilish muddati                  | Asosiy stavka, foizda |
|--------------------------------------|-----------------------|
| 24.03.2025 y. – hozirgi vaqtga qadar | 14                    |
| 26.07.2024 y. – 23.03.2025 y.        | 13,5                  |
| 17.03.2023 y. – 25.07.2024 y.        | 14                    |
| 22.07.2022 y. – 16.03.2023 y.        | 15                    |
| 10.06.2022 y. – 21.07.2022 y.        | 16                    |
| 18.03.2022 y. – 09.06.2022 y.        | 17                    |
| 11.09.2020 y. – 17.03.2022 y.        | 14                    |
| 15.04.2020 y. – 10.09.2020 y.        | 15                    |

\* 2019 yilning 31 dekabriga qadar qayta moliyalash stavkasi deb yuritilgan.

**Manba:** O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki. Statistik byulleten, 2025 yil iyun

1-jadval ma'lumotlariga ko'ra, tadqiqot davri boshida (2020 yil 15 aprelda) Markaziy bank COVID-19 pandemiyasining salbiy oqibatlarini yumshatish va iqtisodiyotni qo'llab-quvvatlash maqsadida asosiy foiz stavkasini 16 foizdan 15 foizga tushirdi, so'ngra 2020 yil 11 sentyabrda 14 foizgacha pasaytirdi. 2022 yilning birinchi yarmida global inflyatsion bosimning kuchayishi va ichki narx o'sishining tezlashishi munosabati bilan Markaziy bank qat'iy pul-kredit siyosati doirasida asosiy foiz stavka 14 foizdan 17 foizgacha keskin oshirildi. Inflyatsion bosimni jilovlash maqsadida qo'llangan ushbu qat'iy lashtirish siyosati inflyatsiya sur'atlarining pasayish tendensiyasi natijasida 2022 yilning iyun oyidan boshlab yumshatila boshlandi, ya'ni 2022 yil iyun - 2025 yil mart oralig'ida asosiy foiz stavka 17 foizdan 13.5 foizgacha bosqichma-bosqich tushirildi.

*Foiz majburiyatlari siyosati*

Foiz majburiyatlari siyosati - markaziy banklarning kelajakdagi foiz stavkalarini belgilangan shart-sharoit yuzaga kelmaguncha past darajada ushlab turishga oid jamoatchilik oldida bergan kafolatlaridir (Bernanke va Reinhart, 2004). Ushbu siyosatning asosiy maqsadi - xususiy sektor kutilmalarini shakllantirish orqali uzoq muddatli foiz stavkalariga ta'sir ko'rsatish va iqtisodiy faollikni rag'batlantirishdir.

Markaziy bank 2020 yil boshidan boshlab inflyatsion targetlash rejimini joriy etib, asosiy foiz stavkasini oldindan e'lon qilish va uni belgilangan muddatgacha saqlash majburiyatini oldi. Bu esa de-facto foiz majburiyatlari siyosatining o'zbekcha modeli bo'lib, Markaziy bank har chorakda o'tkaziladigan pul-kredit siyosati kengashi yig'ilishlarida foiz stavkasi qarorlarini ommaviy ravishda e'lon qiladi va keyingi davr uchun yo'nalishlarga oid signallar beradi. Markaziy bank tomonidan 2020-2025 yillar davomida asosiy foiz stavkasining jami 9 marta o'zgartirilishi aholi va tadbirkorlik sub'ektlarining inflyatsion kutilmalarida ham sezilarli o'zgarishlarga olib keldi (2-jadval).

2-jadval

## Inflyatsion kutilmalar va asosiy foiz stavkasi o'rtasidagi bog'liqlik (o'rtacha yillik, %)

| Yil            | Asosiy foiz stavkasi (o'rtacha) | Aholi inflyatsion kutilmalari (o'rtacha) | Tadbirkorlar inflyatsion kutilmalari (o'rtacha) |
|----------------|---------------------------------|------------------------------------------|-------------------------------------------------|
| 2020           | 15,0                            | 17,2                                     | 18,2                                            |
| 2021           | 14,0                            | 16,2                                     | 15,8                                            |
| 2022           | 15,3                            | 15,3                                     | 14,8                                            |
| 2023           | 14,2                            | 14,2                                     | 14,3                                            |
| 2024           | 13,8                            | 13,3                                     | 12,5                                            |
| 2025 (I-VI oy) | 13,8                            | 14,2                                     | 12,9                                            |

**Manba:** O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki. Statistik byulleten, 2025 yil iyun

2-jadval ma'lumotlariga ko'ra, o'rganilayotgan davrda asosiy foiz stavkasining barqaror ushlab turilishi sharoitida aholi va tadbirkorlik sub'ektlarining inflyatsion kutilmalari ham pasayish tendentsiyasini ko'rsatdi. Ushbu dinamika foiz majburiyatlari signalining uzatish mexanizmi orqali inflyatsion kutilmalar kanaliga ta'sir qilganligining empirik dalilidir.

#### *Majburiy zaxira normativlari*

2008 yilgi global moliyaviy inqirozgacha ko'plab markaziy banklar pul-kredit siyosatini amalga oshirishda majburiy zaxira normativlari instrumentidan voz kechishgan. Inqiroz sharoitida asosiy stavkalar nolga yaqinlashishi natijasida markaziy banklar qaytadan majburiy zaxira siyosatini noan'anaviy pul-kredit siyosati instrumenti sifatida qo'llay boshladilar. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki tomonidan esa majburiy zaxira normativlari an'anaviy pul-kredit siyosatining muhim elementi sifatida bank tizimidagi likvidlikni boshqarish va moliyaviy barqarorlikni ta'minlash maqsadida qo'llanilib kelinmoqda.

O'zbekistonda 2019 yil 1 iyuldan boshlab valyuta turlariga qarab o'zgarib turadigan majburiy zaxiralar normasini joriy qilildi (3-jadval).

**3-jadval**

**O'zbekiston Respublikasida majburiy zaxiralash me'yorlarining o'zgarishi  
(2019–2025 yillar)**

| Amal qilish muddati     | Yuridik shaxslarning milliy valyutadagi depozitlari | Yuridik shaxslarning chet el valyutasidagi depozitlari | Jismoniy shaxslarning milliy valyutadagi depozitlari | Jismoniy shaxslarning chet el valyutasidagi depozitlari |
|-------------------------|-----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
| 01.07.2019 - 04.08.2021 | 4                                                   | 14                                                     | 4                                                    | 14                                                      |
| 05.08.2021 - 30.06.2024 | 4                                                   | 18                                                     | 4                                                    | 18                                                      |
| 01.07.2024 - 31.03.2025 | 4                                                   | 14                                                     | 4                                                    | 14                                                      |
| 01.04.2025 dan          | 4                                                   | 10,5                                                   | 4                                                    | 10,5                                                    |

Jadval ma'lumotlariga ko'ra, 2019–2025 yillar davomida O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki tomonidan asosan chet el valyutasidagi depozitlar bo'yicha majburiy zaxiralash me'yorlari bir necha bor o'zgartirilgan. Xususan, 2021-yil 5-avgustdan boshlab chet el valyutasidagi depozitlar bo'yicha majburiy zaxira me'yorining 18 foizgacha oshirilishi bank tizimida dollarlashuv darajasini pasaytirish va milliy valyuta jozibadorligini kuchaytirishga qaratilgan monetar choralar natijasi hisoblanadi. Shu bilan birga, milliy valyutadagi depozitlar bo'yicha me'yor o'zgarmagan holda 4 foiz darajasida saqlab qolingan.

2024-yil 1-iyuldan boshlab chet el valyutasidagi depozitlar uchun majburiy zaxira me'yorining 14 foizga, 2025-yil 1-apreldan esa 10,5 foizga tushirilishi banklar resurs bazasini kengaytirish hamda kreditlash imkoniyatlarini oshirishga qaratilganligini ko'rsatadi. Umuman olganda, tahlil qilinayotgan davrda milliy valyutadagi depozitlar uchun past va barqaror zaxira me'yorlari saqlanib qolgan bo'lsa, chet el valyutasidagi depozitlar bo'yicha me'yorlar monetar siyosat maqsadlariga muvofiq ravishda moslashtirib borilgan.

#### *Markaziy bank obligatsiyalari va depozit auktsionlari*

Markaziy bank an'anaviy pul-kredit siyosatining likvidlikni sterilizatsiya qilish instrumentlari sifatida tijorat banklari orasida obligatsiyalar joylashtirish va depozit auktsionlari o'tkazish amaliyotidan faol foydalanib kelmoqda. Tijorat banklari orasida joylashtiriladigan obligatsiyalar ortiqcha likvidlikni sterilizatsiya qilish va foiz stavkasini maqsadli darajada ushlab turish maqsadida qo'llaniladigan instrumenti hisoblanadi. 4-jadvalda obligatsiya emissiyasining yillik dinamikasi aks ettirilgan.

4-jadval

**Markaziy bank tomonidan muomalaga chiqarilgan obligatsiyalar (2020–2025 yillar)**

| Davr               | Muomalaga chiqarilgan obligatsiyalar hajmi (mlrd. so'm) | O'rtacha tortilgan foiz stavkasi, foizda |
|--------------------|---------------------------------------------------------|------------------------------------------|
| 2020 yil           | 5 270,8                                                 | 14,06                                    |
| 2021 yil           | 24 200,0                                                | 13,48                                    |
| 2022 yil           | 86 948,2                                                | 16,97                                    |
| 2023 yil           | 25 516,9                                                | 16,37                                    |
| 2024 yil           | 17 500,0                                                | 15,47                                    |
| 2025 yil (I–VI oy) | 22 000,0                                                | 14,54                                    |

**Manba:** O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki. Statistik byulleten, 2025 yil iyun

4-jadval ma'lumotlari Markaziy bank obligatsiya emissiyasining 2021–2022 yillarda keskin o'sganligini ko'rsatadi. Xususan, Markaziy bank tomonidan 2021 yilda 24,2 mlrd so'mlik obligatsiya joylashtirilgan bo'lsa, 2022 yilda bu ko'rsatkich rekord darajaga - 86,9 mlrd so'mga ko'tarildi. Bu yillik 3,6 baravar o'sish asosiy foiz stavkasining 14 foizdan 17 foizgacha ko'tarilishi davriga to'g'ri kelib, Markaziy bank likvidlikni sterilizatsiya qilish va bozorda ortiqcha pul massasini so'rib olish uchun obligatsiya emissiyasini kuchaytirgani bilan izohlanadi. 2023–2024 yillarda esa obligatsiyalar hajmining kamayishi bank tizimidagi likvidlik tuzilmasining normallashtiruvini va Markaziy bankning sterilizatsiya zaruratining pasayishini anglatadi.

Depozit auktsionlari ham Markaziy bank tomonidan likvidlikni jalb qilishning muhim instrumenti sifatida qo'llaniladi va jalb qilinadigan mablag'lar asosiy foiz stavkasidan pastroq (odatda koridor pastki chegarasiga yaqin) foiz stavkasida jalb qilinadi. Bu mexanizm bir vaqtning o'zida ham sterilizatsiya, ham likvidlikni boshqarish funksiyasini bajaradi (5-jadval).

5-jadval

**Markaziy bank depozit auktsionlari (2020–2025 yillar)**

| Yil                | Jalb qilingan mablag' (jami, mlrd so'm) | O'rtacha muddati | O'rtacha foiz stavkasi, % |
|--------------------|-----------------------------------------|------------------|---------------------------|
| 2020 (mart–dekabr) | 5084,9                                  | 14 kun           | 13,9 - 16,0               |
| 2021               | 39866,7                                 | 14 kun           | 9,7 - 14,0                |
| 2022               | 123960                                  | 14 kun           | 11,7 - 17,0               |
| 2023               | 94492                                   | 14 kun           | 14,0 - 15,0               |
| 2023–2024          | 112635,5                                | 14 kun           | 13,5–14,0                 |
| 2025 (I–VI oy)     | 157687,5                                | 14 kun           | 13,5–14,0                 |

Tahlil natijalariga ko'ra, 2020-yilda depozit auktsionlari orqali jalb qilingan mablag'lar hajmi 5,1 trln so'mni tashkil etgan bo'lsa, 2021-yilda ushbu ko'rsatkich 39,9 trln so'mga yetib, qariyb 7,8 barobar oshgan. Bu holat pandemiyadan keyingi davrda bank tizimi likvidligining sezilarli ortishi hamda Markaziy bankning sterilizatsiya operatsiyalarini kengaytirganligi bilan izohlanadi.

2022-yilda depozit auktsionlari hajmi 123,96 trln so'mga yetib, tahlil qilinayotgan davrdagi eng yuqori natijalardan birini qayd etdi. 2021-yilga nisbatan o'sish sur'ati 210,9 foizni tashkil etgan. Mazkur davrda inflyatsion bosimlarning kuchayishi va pul massasining o'sishini cheklash zarurati Markaziy bankni likvidlikni faolroq jalb qilishga undagan. 2025-yilning dastlabki olti oyida esa depozit auktsionlari hajmi 157,7 trln so'mga yetgan. Ushbu ko'rsatkichning yarim yillik davr uchun qayd etilganini hisobga olsak, yil yakunida depozit auktsionlari hajmi tarixiy maksimum darajaga chiqishi mumkin.

Umuman olganda, depozit auktsionlari hajmining keskin oshib borishi Markaziy bankning bank tizimidagi ortiqcha likvidlikni faol sterilizatsiya qilayotganini va mazkur instrument pul-kredit siyosatining asosiy operatsion vositalaridan biriga aylanganini

ko'rsatadi. Ayniqsa, 2022–2025-yillarda auktsion hajmlarining yuqori darajada saqlanib qolishi pul bozorida foiz stavkalarini tartibga solish va inflyatsion xatarlarni cheklashda depozit auktsionlarining ahamiyati ortganligini tasdiqlaydi.

#### *Markaziy bank jami aktivlari*

Tadqiqotda Markaziy bankning jami aktivlari ko'rsatkichi noan'anaviy pul-kredit siyosatining asosiy indikatori bo'lib, u valyuta intervensiyalari, qayta moliyalashtirish operatsiyalari, davlat qimmatli qog'ozlari bilan operatsiyalar va kredit qo'llab-quvvatlash choralari kumulyativ ta'sirini aks ettiradi. 6-jadvalda Markaziy bank jami aktivlarining asosiy tarkibiy komponentlari keltirilgan bo'lib, ular sof tashqi aktivlar, boshqa depozit tashkilotlarga bo'lgan talablar, markaziy hukumatga bo'lgan sof talablar va boshqa sektorlarga bo'lgan talablar yig'indisidan iborat.

6-jadval

#### **Markaziy bank balansining asosiy komponentlari (mlrd. so'm)**

| Sana       | Sof tashqi aktivlar | BDT ga bo'lgan talablar | Markaziy hukumatga sof talablar | Boshqa sektorlar talabi | Jami aktivlar (ijobiy qismlar yig'indisi) |
|------------|---------------------|-------------------------|---------------------------------|-------------------------|-------------------------------------------|
| 01.01.2020 | 274,0               | 3,0                     | -126,2                          | 0,2                     | 151,0                                     |
| 01.01.2021 | 361,7               | 5,4                     | -151,8                          | 0,3                     | 214,9                                     |
| 01.01.2022 | 368,8               | 3,8                     | -133,3                          | 0,3                     | 239,6                                     |
| 01.01.2023 | 396,7               | 3,6                     | -132,6                          | 0,4                     | 268,1                                     |
| 01.01.2024 | 424,3               | 4,9                     | -113,7                          | 0,7                     | 316,2                                     |
| 01.01.2025 | 529,8               | 3,3                     | -108,7                          | 0,8                     | 425,2                                     |
| 01.06.2025 | 629,6               | 2,1                     | -112,0                          | 0,8                     | 520,5                                     |

**Manba:** O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki. Statistik byulleten, 2025 yil iyun

6-jadval tahlili shuni ko'rsatadiki, Markaziy bank balansining asosiy komponenti sof tashqi aktivlar hisoblanadi. Bu ko'rsatkich 2020 yil 1 yanvar holatida 274,0 mlrd. so'mni tashkil etgan bo'lsa, 2025 yil 1 iyun holatida 629,6 mlrd. so'mga yetgan, ya'ni 2,3 barobar o'sgan. Bunday o'sishning asosiy sababi monetar oltin zaxiralarining oshishi va Markaziy bankning valyuta intervensiyalaridir. Xususan, Markaziy bankning so'mni mustahkamlash yo'nalishida amalga oshirgan valyuta intervensiyalari sof tashqi aktivlar o'sishini ta'minlagan.

Markaziy bank jami aktivlari 2020 yilgi 150,9 mlrd. so'mdan 2025 yil iyun holatida 520,5 mlrd. so'mga oshgan, ya'ni 3,4 barobar ko'paygan. Mazkur o'zgarish Markaziy bankning noan'anaviy pul-kredit siyosati doirasidagi operatsiyalari kengayganligini va balans hajmining sezilarli o'sganligini ko'rsatadi.

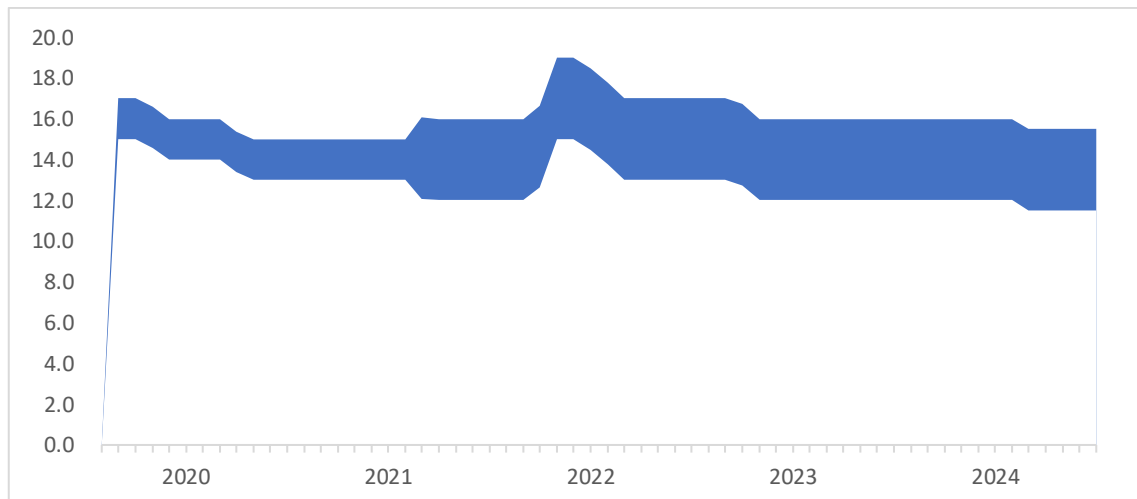
#### *Foiz koridori*

Foiz koridori – pul bozoridagi qisqa muddatli foiz stavkalarini Markaziy bankning asosiy foiz stavkasiga (foiz targetiga) yaqinlashtirish tizimi bo'lib; foiz koridorining yuqori chegarasi Markaziy bankning tijorat banklariga qarz taqdim etish stavkasi (odatda overnait stavkasi), quyi chegarasi esa Markaziy bankning tijorat banklaridan depozitlar jalb qilish stavkasi hisoblanadi (Pul kredit siyosati, 2024)

2020-yil yanvar oyida Markaziy bank inflyatsiyani targetlash rejimiga o'tish doirasida qayta moliyalash stavkasining joriy ko'rsatkichi darajasida (16 foiz) asosiy stavkasini va foiz koridorini joriy qildi. Foiz koridori qayta moliyalash stavkasi atrofida  $\pm 1$  foiz bandi darajasida belgilandi (Pul kredit siyosati, 2020) Inflyatsiya bosimining pasayishi natijasida Markaziy bankning qayta moliyalash stavkasi 2020 yil aprel oyida 16,0 foizdan 15,0 foizga, 2020 yil sentyabr oyida esa 14,0 foizgacha pasaytirildi.

Tijorat banklarining pul bozoridagi faolligining pastligi (qatnashuvchi banklar soni va kunlik amaliyotlar hajmining kamligi) va banklar o'rtasida umumiy likvidlikning qayta taqsimlanish samaradorligining yetarli darajada emasligi sababli 2021 yilning avgust oyida

Markaziy bank foiz koridorini  $\pm 2$  foiz bandgacha kengaytirdi va 14 foizlik asosiy stavka sharoitida overnayt REPO va SVOP operatsiyalari 16 foizdan (asosiy stavka + 2 foiz) va overnayt depozit operatsiyalari 12 foizdan (asosiy stavka – 2 foiz) amalga oshirila boshlandi. Kengaytirilgan foiz koridori muomalaga kiritilgandan keyin, pul bozorida faollikning ortishi kuzatildi va jami depozit operatsiyalari hajmi 2021 yilning avgust oyida 8,4 trln. so'mni tashkil etib iyul oyiga nisbatan 46,6 foizga o'sdi.



**1-rasm. O'zRMB foiz stavkalari koridori, qarz taqdim etish stavkasi va depozitlar jalb qilish stavkasi**

**Manba:** O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki ma'lumotlariga asosan, muallif tomonidan tuzilgan.

Tashqi iqtisodiy noaniqliklar hamda aholi va tadbirkorlik subektlarining inflatsion kutilmalaridan kelib chiqib, 2022 yilning mart oyida Markaziy bankning asosiy foiz stavkasi 3 foizga ko'tarildi va yillik 17 foiz qilib belgilandi. 2022 yilning II chorakdan boshlab makroiqtisodiy sharoitlarning barqarorlashuvi, ayrim inflatsion xatarlarning yuzaga kelish ehtimolining pasayishi hisobiga Markaziy bankning asosiy stavkasi yillik 15 foizgacha tushurildi. 2023 yilining I choragidan boshlab inflyatsiya darajasi pasayganligi uchun mart oyidan asosiy stavkani 15 foizdan 14 foizgacha tushirish qarori qabul qilindi. Inflyatsiyaning kutilayotgan dinamikasi va inflyatsiyani oshiruvchi xatarlarning kamayganini hisobiga, 2024 yilning iyul oyida Markaziy bank asosiy stavkani 0,5 foiz bandga pasaytirib, yillik 13,5 foiz etib belgiladi. 2022 yildan boshlab Markaziy bankning asosiy foiz stavkasi bir necha marta o'zgargani holda, foiz koridori  $\pm 2$  foiz bandi darajasida saqlanib qoldi.

### Xulosa va takliflar.

Tadqiqot natijalari shuni ko'rsatdiki, O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki 2020–2025 yillar davomida an'anaviy va noan'anaviy pul-kredit siyosatini muvofiqlashtirgan holda samarali amalga oshirdi. Asosiy foiz stavkasining 2022 yildagi 17 foizlik cho'qqisidan 2024–2025 yillardagi 13,5–14 foiz darajasiga bosqichma-bosqich tushirilishi inflyatsion bosimlarning bartaraf etilishi va monetar siyosatning muvaffaqiyatli yumshashini tasdiqlaydi.

Foiz majburiyatlari siyosati doirasida Markaziy bank tomonidan inflyatsiyani targetlash rejimini joriy etilishi aholi va tadbirkorlik sub'ektlarining inflyatsion kutilmalarini barqarorlashtirdi. Jumladan, 2020 yilgi 17,2% va 18,2% darajasida bo'lgan inflyatsion kutilmalar 2024 yilga kelib 13,3% va 12,5% gacha pasaydi, bu foiz uzatish kanalining samarali ishlayotganini ko'rsatadi.

Majburiy zaxira normativlari bo'yicha chet el valyutasidagi depozitlar uchun normativlarning 18 foizdan 10,5 foizgacha bosqichma-bosqich pasaytirilishi bank tizimining kreditlash salohiyatini kengaytirish va dollarlashuv darajasini kamaytirishga xizmat qilgan.

Depozit auksionlari va obligatsiya emissiyasi orqali amalga oshirilgan likvidlik sterilizatsiyasi ortiqcha pul massasini so'rib olishning asosiy mexanizmiga aylandi. Depozit auksionlari hajmining 2020 yildagi 5,1 trln so'mdan 2025 yilning birinchi yarmida 157,7 trln so'mga oshishi Markaziy bank sterilizatsiya operatsiyalarining miqyosi va ahamiyatining yuqori darajada kengayganini ko'rsatadi.

Foiz koridorining  $\pm 2$  foiz bandga kengaytirilishi (2021 yil avgust) pul bozori faolligini sezilarli oshirdi va depozit operatsiyalari hajmi bir oyda 46,6 foizga o'sdi, bu esa koridor tizimining samarali ishlayotganini tasdiqlaydi.

Tadqiqotdan kelib chiqadigan asosiy takliflar quyidagilardan iborat:

Birinchidan, Markaziy bank foiz koridori tizimini yanada takomillashtirish maqsadida tijorat banklari o'rtasidagi pul bozori faolligini oshirish, shu jumladan REPO va SVOP operatsiyalari hajmini kengaytirish zarur.

Ikkinchidan, noan'anaviy monetar siyosat doirasida balansdagi sof tashqi aktivlarning o'sish tendentsiyasini hisobga olgan holda, xorijiy valyuta risklarini boshqarishning yanada samaraliroq mexanizmlarini joriy etish maqsadga muvofiq.

Uchinchidan, inflyatsiyani targetlash samaradorligini oshirish uchun Markaziy bank tomonidan inflyatsion kutilmalar monitoringi va komunikatsiya strategiyasini yanada kuchaytirish, jumladan, choraklik pul-kredit siyosati hisobotlarini takomillashtirish tavsiya etiladi.

#### **Adabiyotlar/ Jumepamypa/References:**

Bernanke, B. and Reinhart, V. (2004). "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates", *American Economic Review*, 94(2), pp. 85–90.

O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki (2025). *Statistik byulleten*, 2025 yil iyun. Mavjud

Peersman, G. (2014). *The Effectiveness of Unconventional Monetary Policies*. Working Paper No. 14/875. Ghent: Ghent University.

Whitesell, W. (2006). *Interest Rate Corridors and Reserves*, *Journal of Monetary Economics*, 53(6), pp. 1177–1195.

Yusupov, A. (2022). *Asosiy foiz stavkasi va inflyatsion kutilmalar: O'zbekiston misolidagi empirik baholash*, *Moliya va bank ishi*, 4(3), pp. 38–49.

Bindseil, U. (2014). *Monetary Policy Operations and the Financial System*. Oxford: Oxford University Press.

Ergashev, B., Yusupov, D. and Nishonov, M. (2021). "Inflyatsiyani targetlash rejimiga o'tish va bank tizimiga ta'siri: O'zbekiston tajribasi", *Iqtisodiy taraqqiyot va tahlil*, 2(1), pp. 14–27.

Federico, P., Vegh, C. and Vuletin, G. (2014). "Reserve Requirement Policy over the Business Cycle", *NBER Working Paper*, No. 20612.

Lacker, K. (2017). "Unconventional Monetary Policy", *NBER Working Paper*, No. 22321.

Mishkin, F.S. (2019). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. 12th edn. New York: Pearson.

O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki (2020). *Pul-kredit siyosatining 2021 yil va 2022-2023 yillar davriga mo'ljallangan asosiy yo'nalishlari*. Toshkent: O'zR MB.

O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki (2021). *Pul-kredit siyosatining 2022 yil va 2023-2024 yillar davriga mo'ljallangan asosiy yo'nalishlari*. Toshkent: O'zR MB.

O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki (2024). *Pul-kredit siyosatining 2025 yil va 2026-2027 yillar davriga mo'ljallangan asosiy yo'nalishlari*. Toshkent: O'zR MB.