WORLD FORUM ON ACADEMIC INNOVATION AND DIGITAL LITERACY

KAPITAL OQIMLARI VA VALYUTA TUSHUMLARI SHAROITIDA MARKAZIY BANK LIKVIDLIKNI BOSHQARISH SIYOSATINI TAKOMILLASHTIRISH

Mamajonov Farrux G‘ayratovich

Qo‘qon universiteti

Annotatsiya. *Tezisda O‘zbekistonda kapital oqimlari, xorijdan pul o‘tkazmalari va oltin eksporti tushumlarining bank tizimi likvidligiga ta’siri tahlil qilingan. 2024–2025-yillar ma’lumotlari asosida valyuta tushumlari tarkibi baholanib, foiz stavkasi kanalining kapital oqimlariga ta’siri cheklangan sharoitda likvidlikni boshqarish operatsiyalarini valyuta tushumlari prognozi bilan bog‘lash bo‘yicha takliflar asoslangan.*

Kalit so‘zlar: *kapital oqimlari, pul o‘tkazmalari, sterilizatsiya, likvidlik, UZONIA, foiz koridori, pul-kredit siyosati.*

Rivojlanayotgan mamlakatlarda kapital oqimlari pul-kredit siyosatiga nafaqat foiz stavkasi va valyuta kursi, balki bank tizimi likvidligi orqali ham kuchli ta’sir ko‘rsatadi. H. Rey ta’kidlaganidek, global moliyaviy sikl sharoitida kichik ochiq iqtisodiyotlarning pul-kredit siyosati mustaqilligi cheklanadi [1], O. Blanchard va hammualliflar esa kapital kirimining kredit kanali orqali kengaytiruvchi ta’sir ko‘rsatishini asoslagan [2]. Shu sababli XVJ tomonidan ishlab chiqilgan Integrallashgan siyosat asosi foiz stavkasi, valyuta intervensiyalari va likvidlikni boshqarish vositalarini muvofiqlashtirilgan holda qo‘llashni tavsiya etadi [3; 4].

O‘zbekistonda bu masalaning o‘ziga xos jihati shundaki, valyuta bozoridagi taklifni kapital oqimlaridan ham ko‘proq xorijdan pul o‘tkazmalari va oltin eksporti tushumlari belgilaydi (1-jadval).

1-jadval

O‘zbekistonda valyuta tushumlarining asosiy manbalari, mlrd AQSh dollari

Ko‘rsatkich	2024	2025	2025/2024, %



To‘g‘ridan-to‘g‘ri xorijiy investitsiyalar kirimi	2,97	4,40	148
Portfel investitsiyalari (asosan yevroobligatsiyalar)	3,12	4,38	140
Xorijdan pul o‘tkazmalari (yalpi)	14,8	18,9	128
Oltin eksporti	7,48	>9,9	>132
Kapital kirimi jami (to‘lov balansi)	12,77	18,68	146

Manba: O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki va Milliy statistika qo‘mitasi ma’lumotlari asosida muallif tomonidan tuzilgan [6].

Jadval ma’lumotlariga ko‘ra, 2025-yilda pul o‘tkazmalari TXI hajmidan 4,3 baravar, oltin eksporti esa 2,3 baravar yuqori bo‘lgan. Pul o‘tkazmalari va oltin eksporti birgalikda 28 mlrd dollardan ortiq valyuta tushumini ta’minlab, jami kapital kirimidan qariyb 1,5 baravar ko‘p bo‘lgan. Bu tushumlar bank tizimida qo‘shimcha so‘m likvidligini hosil qiladi: Markaziy bank tomonidan jalb qilingan likvidlikning kunlik o‘rtacha hajmi 2025-yil yanvaridagi 16,2 trln so‘mdan dekabrda 39,3 trln so‘mga, ya’ni 2,4 baravar oshgan. Demak, O‘zbekistonda tashqi oqimlarning pul-kredit siyosatiga eng kuchli ta’siri likvidlik (sterilizatsiya) kanali orqali namoyon bo‘lmoqda.

Foiz stavkasi kanalining imkoniyatlari esa nisbatan cheklangan. Jahon banki ma’lumotlari asosida besh rivojlanayotgan mamlakat (O‘zbekiston, Gruziya, Xitoy, Hindiston, Braziliya) bo‘yicha 2011–2024-yillar uchun baholangan sobit effektli panel modeli natijalariga ko‘ra, real foiz stavkasining 1 foiz bandga oshishi keyingi yilda TXI kirimining YaIMga nisbatini 0,068 foiz bandga oshiradi (Driscoll–Kraay standart xatosi [5] bilan p=0,025). O‘zbekiston uchun bu taxminan 0,11 mlrd dollarga, ya’ni 2025-yildagi TXI hajmining 2,5 foiziga teng. Bundan tashqari, kapital kirimining katta qismi davlat sektori va davlat ishtirokidagi korxonalarning tashqi qarzlari bo‘lib, ular

foiz differensialiga emas, investitsiya dasturlariga bog‘liq holda shakllanadi.

Mazkur holatlar likvidlikni boshqarish siyosatini takomillashtirishning quyidagi yo‘nalishlarini taqozo etadi:

birinchidan, Markaziy bankning likvidlik prognozida pul o‘tkazmalari, oltin sotishdan tushum va kapital kirimini alohida omil sifatida modellashtirish hamda likvidlikni jalb qilish operatsiyalari (Markaziy bank obligatsiyalari, depozit auksionlari) hajmini ushbu prognoz asosida oldindan rejalashtirish;

ikkinchidan, foiz koridorini simmetrik saqlagan holda UZONIA stavkasini asosiy stavka atrofida ushlab turish – koridorni asimmetrik qilish likvidlikni jalb qilishni osonlashtirsa-da, bozor stavkalarini asosiy stavkadan chetlashtirib, pul-kredit siyosati signalini xiralashtiradi;

uchinchidan, jalb qilish operatsiyalarining muddatlar spektrini (1 haftadan 6 oygacha) kengaytirish va UZONIA asosida muddatli benchmark stavkalarni e’lon qilish – bu pul o‘tkazmalarining mavsumiy tebranishlarini yumshatish va muddatli stavkalarga signal uzatilishini kuchaytirish imkonini beradi;

to‘rtinchidan, Pul-kredit siyosati sharhida valyuta tushumlari va ularning likvidlikka ta’siri bo‘yicha alohida tahliliy bo‘lim yuritish orqali bozor ishtirokchilarining kutilmalarini barqarorlashtirish.

Xulosa qilib aytganda, O‘zbekistonda tashqi oqimlarni barqarorlashtirishda foiz stavkasining o‘zi yetarli vosita emas. Pul o‘tkazmalari va oltin tushumlari ustunlik qiladigan tashqi sektor sharoitida likvidlikni boshqarish operatsiyalarini valyuta tushumlari prognozi bilan bog‘lash pul-kredit siyosati samaradorligini oshirish va inflyatsion targetlash rejimini mustahkamlashning muhim sharti hisoblanadi.

Foydalanilgan adabiyotlar:

1. Rey H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence // Proceedings of the Jackson Hole Economic Policy Symposium. –

Federal Reserve Bank of Kansas City, 2013. – P. 285–333.

2. Blanchard O., Ostry J.D., Ghosh A.R., Chamon M. Capital flows: expansionary or contractionary? // American Economic Review. – 2016. – Vol. 106, № 5. – P. 565–569.
3. Adrian T., Erceg C.J., Lindé J., Zabczyk P., Zhou J. A quantitative model for the Integrated Policy Framework // IMF Working Paper. – 2020. – WP/20/122.
4. Ghosh A.R., Ostry J.D., Qureshi M.S. Taming the tide of capital flows: a policy guide. – Cambridge: MIT Press, 2018. – 432 p.
5. Driscoll J.C., Kraay A.C. Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data // Review of Economics and Statistics. – 1998. – Vol. 80, № 4. – P. 549–560.
6. O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki. To‘lov balansi, xalqaro investitsiya pozitsiyasi va tashqi qarz: 2025-yil. – Toshkent, 2026. – URL: https://cbu.uz
7. World Bank. World Development Indicators. – Washington, DC, 2026. – URL: https://databank.worldbank.org