

**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ ОЛИЙ ВА ЎРТА МАХСУС
ТАЪЛИМ ВАЗИРЛИГИ**

ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ

**Азизов Улуғбек Ўктамович
Бобакулов Тулкин Ибадуллаевич
Абдуллаев Утқур Азимович**

МОНЕТАР СИЁСАТ

Ўқув қўлланма

Бакалавр таълим йўналиши: 5230700 – “Банк иши”
5140900 – “Касб таълим”
(5230700 – “Банк иши”)

Магистратура мутахасислиги: 5А 230701 – “Банк иши (фаолият
турлари бўйича)”
5А 230702 - Банк ҳисоби ва аудит

ТОШКЕНТ-2013

II-боб. Монетар сиёсат инструментлари. Монетар сиёсатнинг анъанавий инструментлари

2.1. Қайта молиялаш сиёсати

Марказий банк монетар сиёсатни амалга оширишда унинг анъанавий инструментларидан (қайта молиялаш сиёсати, мажбурий захира сиёсати, очиқ бозор сиёсати, валюта сиёсати ва депозит сиёсати) фойдаланиш муҳим ўрин тутди. Нафақат тараққий этган мамлакатларда (катта етилик давлатлари – АҚШ, Япония, ГФР, Франция, Буюк Британия, Италия ва Канада), балки ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида ҳам анъанавий монетар инструментлардан фойдаланиш монетар сиёсатни амалга оширишнинг таянч воситалари вазифасини бажармоқда.

Марказий банкнинг қайта молиялаш сиёсати Марказий банк томонидан тижорат банкларини кредитлаш билан боғлиқ бўлган тадбирлар мажмуи бўлиб, ушбу сиёсат қуйидаги уч хил кредитлаш усулидан фойдаланилган ҳолда амалга оширилади:

1. Тижорат банкларини Марказий банк томонидан, уларнинг балансидаги тратталарни қайта ҳисобга олиш йўли билан, кредитлаш усули.

Мазкур усулда берилган кредитлар ҳисоб ёки дисконт кредитлари ҳисобланади, уларнинг фоиз ставкаси эса, ҳисоб ёки дисконт ставкаси дейилади.

Марказий банк ҳар бир молиявий йил учун олдиндан тратталарни, яъни узатма тижорат векселларини ўзида қайта ҳисобга олиш контингентини белгилайди. Қайта ҳисобга олиш контингенти ҳажмини белгилашда пул массасининг ўсиш суръати, инфляция даражаси каби муҳим макроиқтисодий кўрсаткичлар ҳисобга олинади.

Тратталарни қайта ҳисобга олиш контингентини мамлакатдаги тижорат банклари сонига бўлиш йўли билан ҳар бир банк учун белгиланадиган қайта ҳисобга олиш лимити суммаси аниқланади. Бу эса, лимитни аниқлашнинг адолатли усули ҳисобланади. Чунки, ушбу усулда барча тижорат банкларига, уларнинг катта ёки кичиклигидан қатъий назар, бир хил лимит белгиланади.

Аммо ушбу усулнинг камчилиги шундаки, бунда тижорат банклари активлари миқдори ўртасидаги фарқ натижасида юзага келадиган ликвидли маблағларга бўлган талаб ўртасидаги фарқ ҳисобга олинмайди.

2. Тижорат банкларини Марказий банк томонидан, уларнинг балансидаги қимматли қоғозларни гаровга олиш йўли билан, кредитлаш усули.

Ушбу усулда берилган кредитлар ломбард кредитлари бўлиб, уларнинг фоиз ставкаси эса, ломбард ставкалари дейилади.

3. Тижорат банкларини Марказий банк томонидан тўғридан - тўғри кредитлаш усули.

Мазкур усулда берилган кредитлар овердрафт, овернайт, кунлик ва муддатли кредитлар шаклида бўлади.

Марказий банкнинг овердрафт кредитлари тижорат банкларининг миллий валютадаги “Ностро” вакиллик ҳисобрақамида юзага келган пул маблағлари етишмаслиги муаммосини ҳал қилиш мақсадида берилади.

Овернайт кредитлари бир суткага бериладиган кредитлар бўлиб, улар тижорат банкларида фавқулодда юзага келадиган жуда қисқа муддатли ликвидлилик муаммосини ҳал қилиш мақсадида берилади.

Кунли кредитлар бир операцион кун давомида берилади.

Дунёнинг бир қатор мамлакатларида (Швеция, Россия ва бошқ.) кунлик кредитлар Марказий банклар томонидан қимматли қоғозларни гаровга олган ҳолда фоизсиз берилади ва улар миллий тўлов тизимини қўллаб-қувватлаш мақсадида берилади¹.

Қайд этиш жоизки, тараққий этган мамлакатларда Марказий банкнинг ҳисоб ставкаларини ўзгариши макроиктисодий барқарорликка, ўсиш суръатларига бевосита ва кучли таъсир кўрсатади. Масалан, АҚШда иктисодий ўсиш суръатларининг пасайиб боришига барҳам бериш мақсадида Федерал Захира Тизими (ФЗТ) томонидан ҳисоб ставкасининг йиллик даражаси 2004 йилнинг 30 июнидан бошлаб 1 % қилиб белгиланган эди.

¹ Моисеев С.Р. Денено-кредитная политика: теория и практика. Учебное пособие. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. - С. 723.

Ушбу пасайиш иқтисодий ўсиш суръатларининг ошишига олиб келди, аммо муомаладаги пул массасининг ҳам ошишига сабаб бўлди. Натижада, ФЗТ ҳисоб ставкасини кескин ошириш, унинг йиллик даражасини 2007 йилнинг 10 май куни 5,25 % қилиб белгилашга мажбур бўлди².

Сўнгги йилларда қатор тараққий этган мамлакатларда Марказий банкларнинг ҳисоб ставкаларининг беқарорлиги кузатилди. АҚШ ФЗТ 2004 йилнинг 30 июнидан 2007 йилнинг 10 майига қадар ҳисоб ставкасини 17 марта ўзгартирди. 2004 йилнинг 30 июнида ФЗТ нинг ҳисоб ставкаси 1% даражасида белгиланиб, охириги 46 йил мобайнидаги энг паст ҳисоб ставкаси ҳисобланади. 2007 йилнинг май ойидан бошлаб ФЗТ нинг ҳисоб ставкаси 5,25% даражасида белгиланди ва унинг бу қадар юқори белгиланиши инфляциянинг кутилаётган ўсиш суръати билан боғлиқдир.

2011 йилнинг 1 январь ҳолатига келиб, АҚШ ФЗТнинг йиллик ҳисоб ставкаси 0,5 фоизни ташкил этди³.

Англия Марказий банки қайта молиялаш сиёсатидан инфляцияни жиловлаш, унинг ўсиш суръатларини ошишига йўл қўймаслик мақсадида фаол тарзда фойдаланади. Бу эса, сўнгги йилларда унинг ҳисоб ставкасини тез-тез ўзгартирилишига сабаб бўлмоқда. 2002-2007 йиллар мобайнида Англия Марказий банкининг ҳисоб ставкаси бир неча марта ўзгартирилиб, 2007 йилнинг июль ойида 5,75 % қилиб белгиланди⁴.

Ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида қайта молиялаш сиёсатининг қатор инструментларидан фойдаланиш амалиёти мавжуд. Масалан, Россия Марказий банки томонидан овернайт, овердрафт, ломбард ва муддатли кредитлар бериш қўлланилмоқда.

Қайд этиш жоизки, Россия Марказий банки томонидан берилаётган ломбардли кредитлар, республикамиз амалиётидан фарқли ўлароқ, нафақат юқори ликвидли ҳукумат қимматли қоғозлари билан, балки репутацияси юқори бўлган Россия компанияларининг қарз қимматли қоғозлари билан ҳам

² <http://www.federalreserve.gov> сайти маълумотлари асосида умумлаштирилди.

³ <http://lenta.ru/news/2011/01/06/rate/> сайти маълумотлари.

⁴ <http://lenta.ru/news/2007/08/01/rate/> сайти маълумотлари.

таъминланмоқда. Бу эса, Россия Федерацияси Марказий банкининг ломбард кредитлари ҳажмини оширишга имкон бермоқда.

Республикамиз тижорат банкларининг балансида юқори ликвидли қимматли қоғозларга қилинган инвестициялар миқдорининг нисбатан жуда кичиклиги мамлакатимиз Марказий банки томонидан бериладиган ломбард кредитлари ҳажмини оширишга жиддий тарзда тўсқинлик қилмоқда. Масалан, 2012 йилнинг 1 январь ҳолатига, Ўзбекистон Республикаси тижорат банклари томонидан юқори ликвидли қимматли қоғозларга қилинган инвестициялар умумий миқдорининг брутто активлар ҳажмидаги салмоғи атиги 0,1 фоизни ташкил қилди. Сўнгги йилларда республикамиз тижорат банкларининг юқори ликвидли қимматли қоғозларга қилинган инвестицияларининг брутто активлар ҳажмидаги салмоғининг пасайиш суръати кузатилмоқда. Чунончи, 2003 йилда бу кўрсаткич 0,7 фоизни ташкил этган эди⁵.

Республикамиз тижорат банкларининг юқори ликвидли қимматли қоғозларга қилган инвестициялари миқдори даражасининг паст эканлиги Марказий банкнинг ломбард кредитлари ҳажмини сезиларли даражада ошириш имконини бермаяпти.

Кўпчилик хорижий давлатларда юқори ликвидли қимматли қоғозларга қилинган инвестициялар тижорат банклари активларининг умумий ҳажмида сезиларли даражада юқори салмоқни эгаллайди. Масалан, Россия Федерациясида 2012 йилнинг 1 январь ҳолатига, тижорат банкларининг ҳукуматнинг қимматли қоғозларига қилган инвестицияларининг умумий миқдори 1496 млрд. рублни ташкил этди. Бунда Россия тижорат банклари томонидан қимматли қоғозларга қилинган инвестицияларнинг умумий миқдори 4676 млрд. рублни ташкил этди⁶. Демак, Россия тижорат банклари томонидан ҳукуматнинг юқори ликвидли қимматли қоғозларига қилинган инвестицияларнинг улар активлари ҳажмидаги салмоғи 3,7 фоизни, банклар

⁵ Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг статистик маълумотлари асосида муаллифлар томонидан ҳисобланди.

⁶ Бюллетень банковской статистики Центрального банка Российской Федерации. – Москва, 2012. - №2 (225). - С. 136.

томонидан қимматли қоғозларга қилинган жами инвестициялардаги салмоғи эса, 32,0 фоизни ташкил этди. Бу эса, тижорат банкларининг марказлашган ломбард кредитларини олиш имкониятини сезиларли даражада оширишга хизмат қилади.

Тараққий этган мамлакатларда ҳукуматнинг қимматли қоғозларига қилинган инвестициялар тижорат банклари активларининг умумий ҳажмида сезиларли даражада юқори салмоқни эгаллайди. Масалан, 2012 йилнинг 1 январь ҳолатига, Буюк Британиянинг “Барклайз банк”и активларининг умумий ҳажмида ҳукуматнинг қимматли қоғозларига қилинган инвестицияларнинг салмоғи 9,7 фоизни ташкил этди⁷. Мазкур кўрсаткич АҚШнинг “Бэнк оф Америка” банкида 7,9 фоизни ташкил этди⁸.

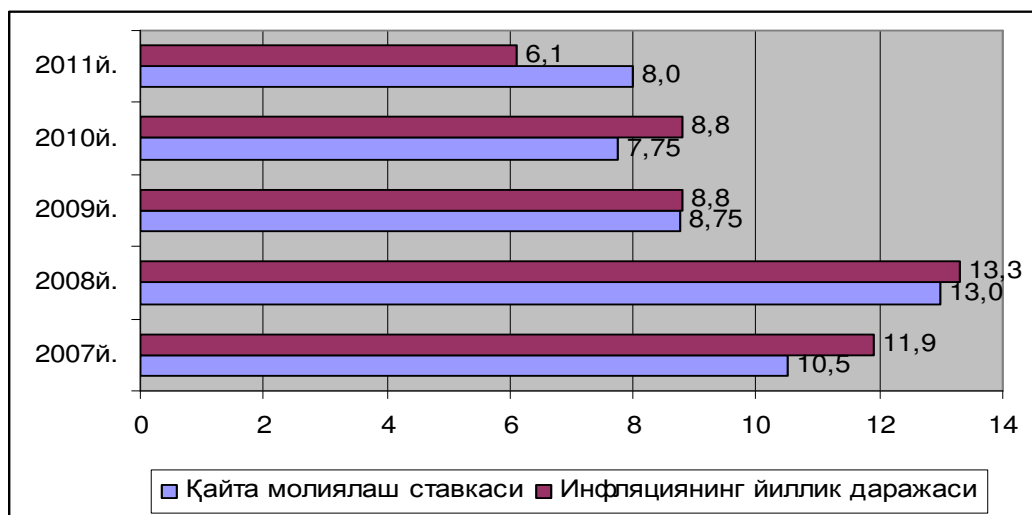
Бунинг устига, тараққий этган мамлакатларда ҳукумат қимматли қоғозларнинг йирик эмитенти ҳисобланади. Масалан, АҚШда қимматли қоғозларнинг эмитентлари ичида ҳукумат, эмиссия ҳажмига кўра, биринчи ўринда туради.

Демак, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки қайта молиялаш сиёсати доирасида амалга ошириладиган дисконт операцияларининг мавжуд эмаслиги, ломбард операцияларининг эса ривожланмаганлиги, қисқа муддатли даврий оралиқларда, Марказий банкнинг тижорат банкларига бериладиган муддатли кредитларининг ҳажмини ошириш йўли билан миллий ссуда капиталлари бозоридаги ресурслар таклифига ва кредитларнинг ўртача бозор даражасига таъсир этиш заруриятини юзага келтиради.

Ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасини белгилашда асосий эътибор инфляциянинг жорий ва кутилаётган даражасига қаратилмоқда. Ушбу ҳолатни Россия ва Ўзбекистон мисолида яққол кўриш мумкин.

⁷ Barclays bank. Annual Report. 2011 – London, 2012. - P. 170.

⁸ Bank of America. Annual Report. 2011 – Washington, 2012. - P. 148.

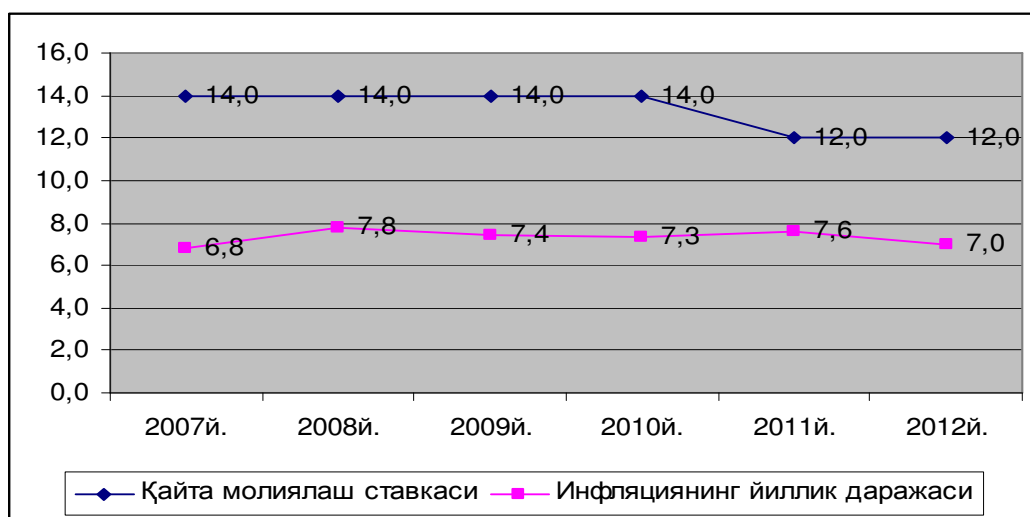


2.1-расм. Россия Федерациясида Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси ва инфляциянинг йиллик даражаси, фоизда (ҳар бир молиявий йилнинг сўнггидаги даражаси олинган)⁹

2.1-расм маълумотларидан кўринадикки, Россия Марказий банки томонидан қайта молиялаш ставкасини ўрнатишда инфляциянинг жорий даражаси ҳисобга олинапти. Масалан, 2008 йилда Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси инфляциянинг йиллик даражасига тенг бўлган. Ёки 2011 йилда инфляциянинг йиллик даражасини 2010 йилга нисбатан сезиларли даражада пасайганлиги Марказий банкка қайта молиялаш ставкасини пасайтириш имконини берган.

Қуйидаги расм маълумотлари орқали Ўзбекистон Республикасида Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси ва инфляция даражасининг ўзгаришига баҳо берамиз.

⁹ Российская экономика в 2011 году: тенденции и перспективы. – М.: Институт Гайдара, 2012. - С. 35.;⁹ Бюллетень банковской статистики Центрального банка Российской Федерации. – Москва, 2012. - №2 (225). - С. 63.



2.2-расм. Ўзбекистон Республикасида Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси ва инфляциянинг йиллик даражаси, фоизда (ҳар бир молиявий йилнинг сўнггидаги даражаси олинган)¹⁰

2.2-расм маълумотларидан кўринадики, 2007-2010 йилларда Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасини барқарор тарзда, яъни ўзгармасдан 14,0% даражасида сақлаб турилганлиги инфляциянинг нисбатан паст ва барқарор даражасини таъминлаш имконини берган.

2011 йилнинг 1 январидан бошлаб, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасини 2,0 фоизли пунктга пасайтирилганлиги тижорат банклари кредитларининг фоиз ставкаларини пасайтириш ва шунинг асосида хўжалик юритувчи субъектларнинг банк кредитларидан фойдаланиш даражасини оширишнинг зарурлиги билан белгиланади.

2012 йил давомида Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси ўзгартирилмасдан, 12,0% даражасида сақлаб қолинди.

2013 йилда ҳам республика Марказий банкнинг фоиз ставкаларининг барқарорлигини таъминлашга қаратилган қайта молиялаш сиёсати давом эттирилади. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқаруви Раиси Ф.М.Муллажонов 2013 йил 23 август куни Ўзбекистон Республикаси Олий

¹⁰ Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг маълумотлари. www.cbu.uz.

Мажлиси Сенатининг ўн иккинчи ялпи мажлисида берган Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг 2012 йилдаги фаолияти тўғрисидаги ҳисоботида инфляцияни жиловлаш, банк тизимининг барқарорлигини янада ошириш ва макроиқтисодий ўсиш барқарорлигини таъминлашга қаратилган монетар сиёсатни олиб борилишини таъкидлади. Мазкур ҳолатлар монетар сиёсатнинг 2013 йилга мўлжалланган асосий йўналишларида ўз ифодасини топган. Хусусан, 2013 йилда:

- 2013 йилда инфляциянинг прогноз кўрсаткичи 7-9 % қилиб белгиланди;

- фоиз сиёсатида асосий эътибор пул бозорининг барқарорлигини ва банк депозитлари жозибдорлигини таъминлашга, жумладан, аҳоли омонатлари бўйича реал фоиз ставкаларининг ижобийлигини сақлаб қолиш ҳамда тижорат банклари депозитлар портфелидаги узоқ муддатли депозитлар улушини оширишга, шунингдек, иқтисодиётнинг реал секторига ажратиладиган кредитлар бўйича фоиз ставкаларининг мақбуллигини таъминлашга қаратилади;

- Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси 2013 йил давомида 12% даражасида сақлаб қолинади¹¹.

Ўзбекистон Республикаси давлат мустақиллигининг дастлабки йилларида инфляция даражасининг юқори эканлиги Марказий банкни қайта молиялаш ставкасининг оширишга мажбур қилди. 1994 йилда Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасининг йиллик даражаси 150 фоиздан 225 фоизга кўтарилди¹².

Тараққий этган мамлакатларда Марказий банкларнинг қайта молиялаш ставкасини белгилашда асосий эътибор пул массасининг ўсиш даражасига ва макроиқтисодий ўсиш суръатларига қаратилади.

2.1-жадвал

¹¹ 2012 йилда пул-кредит сиёсатидаги вазият ва монетар сиёсатнинг 2013 йилга мўлжалланган асосий йўналишлари//Бозор, пул ва кредит. – Тошкент, 2013. - №1. - Б. 22-23.

¹² Азизов У.Ў. Ўзбекистон иқтисодиётининг барқарор ўсишини таъминлашда монетар ва фискал дастаклар таъсири. – Тошкент: IQTISOD-MOLIYA, 2013. - Б. 25.

Европа Марказий банки монетар сиёсати индикаторларининг ўзгариши¹³, фоизда

Монетар индикаторлар	Йиллар					2010 йилда 2006 йилга нисбатан ўзгариши
	2006	2007	2008	2009	2010	
Пул массасининг йиллик ўсиши	3,4	3,1	2,7	3,7	1,0	- 2,4
Инфляциянинг йиллик даражаси	2,0	2,0	2,1	0,3	1,6	- 0,4
Ҳисоб ставкаси	2,0	2,0	1,75	1,0	1,0	-1,0

2.1-жадвал маълумотларидан кўринадики, 2010 йилда еврозолада пул массасининг йиллик ўсиш суръати 2006 йилга нисбатан 2,4 фоизли пунктга пасайган. Бу эса, жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг таъсири туфайли еврозолада рецессия ҳолатининг юзага келганлиги билан изоҳланади.

Шунингдек, еврозолада инфляциянинг таҳлил қилинган давр мобайнида сезиларли даражада пасайганлиги кузатилди. Бу эса, ўз навбатида, пул массасининг ўсиш суръатларини пасайганлигининг натижасидир.

Маълумотлардан кўринадики, 2006-2007 йилларда ЕМБ дисконт ставкасининг оширилиши евродаги пул массасининг ўсиш суръатини пасайишига олиб келди. Ўз навбатида, ЕМБ дисконт ставкасининг оширилиши АҚШ ФЗТнинг дисконт ставкасининг оширилиши билан боғлиқ.

2006-2007 йилларда ЕМБ ҳисоб ставкасининг 2,0 % даражасида ўзгартирилмасдан сақлаб қолинганлиги пул массасининг йиллик ўсиш суръатларини барқарорлигини таъминлаш имконини берган.

2010 йилда евронинг АҚШ долларига нисбатан қадрини 2006 йилга нисбатан бирмунча ошди ва мазкур ҳолат евродаги пул массасини ўсиш суръатларининг нисбатан паст бўлганлиги билан изоҳланади. Бунинг яна бир сабаби - 2008-2010 йилларда Европа Марказий банкининг ҳисоб ставкасини АҚШ ФЗТ ҳисоб ставкасидан юқори бўлганлигидир. 2010 йил давомида ФЗТнинг ҳисоб ставкаси 0,5 % даражасида бўлган бўса, Европа Марказий банкининг ҳисоб ставкаси 1,0 % даражасида сақлаб турилди.

¹³ <http://www.ecb.europa.eu> сайтида эълон қилинган Европа Марказий банкининг йиллик ҳисоботлари маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

ЕМБ монетар сиёсатининг самарадорлигини тавсифловчи кўрсаткичлардан бири инфляциянинг паст даражасини таъминлашга муваффақ бўлинганлиги ҳисобланади. 2004-2005 йилларда дисконт ставкаси даражасининг паст бўлганлиги инфляциянинг йиллик даражасини 2 фоиздан юқори бўлишига олиб келди. Аммо жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози шароитида ЕМБ ҳисоб ставкасини бир неча мартаба ўзгартиришга мажбур бўлди. Бунинг асосий сабаби шундаки, еврозона мамлакатларида тижорат банклари жорий ликвидлилик даражасини йўқотиб қўйди, яъни уларда ликвидлилик rischi пайдо бўлди.

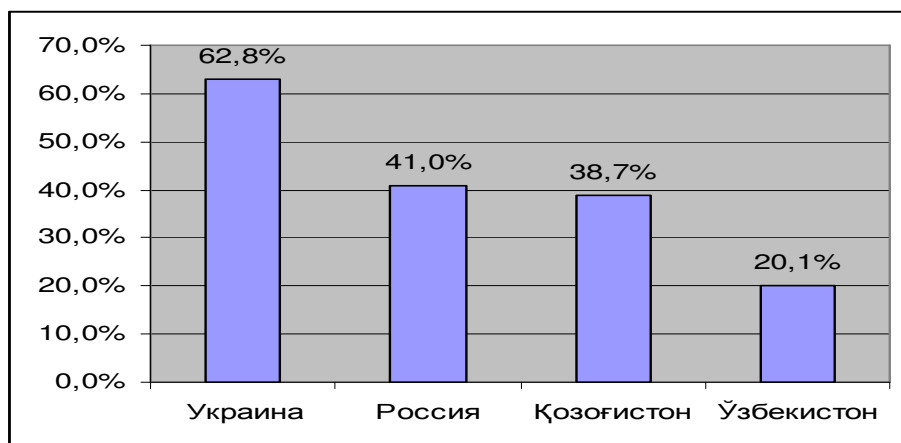
2.1-жадвал маълумотларидан кўринадики, 2006-2009 йиллар мобайнида пул массаси еврозонада 0,3 фоизли пунктга ошди. Бунинг сабаби шундаки, жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози натижасида еврозона мамлакатлари тижорат банкларида ликвидлилик riskининг чуқурлашиши юз берди. Бунинг натижасида ЕМБ тижорат банкларига катта миқдорда кредитлар беришга мажбур бўлди.

Келтирилган жадвал маълумотларидан кўринадики, таҳлил қилинган давр мобайнида инфляциянинг йиллик суръатини барқарор даражасини сақлаб туришга муваффақ бўлинган. Бунинг асосий сабаби шундаки, еврозонага кирувчи мамлакатлар учун инфляциянинг йиллик даражасини 2 фоиздан оширмаслик мажбурияти юкланади. Шу сабабли, еврозонада инфляциянинг ўртача йиллик даражаси таҳлил қилинган давр мобайнида 2,0 фоизлик меъёрий даражадан сезиларли фарқ қилмади.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тижорат банкларини кредитлаш ҳажмини ошириш йўли билан банк кредитлари фоиз ставкаларининг даражасига реал таъсир этиши ва шу асосда аҳоли ва корхоналарнинг банк кредитларига бўлган талабини қондириш даражасини ҳамда тижорат банкларининг жорий ликвидлилик даражасини сезиларли даражада ошириши лозим. Бу эса, пировард натижада, сўмнинг ўрта ва узок муддатли даврий оралиқларда барқарорлигини таъминлаш учун зарур бўлган иқтисодий муҳитни юзага келтиради.

Ушбу ўринда табиий бир савол туғилиши мумкин, яъни Марказий банкнинг қайта молиялаш сиёсати орқали тижорат банкларининг кредит эмиссиясини рағбатлантирилиши муомаладаги пул массасининг кескин ошишига ва шунинг асосида инфляцияни кучайишига олиб келмайдими? Чунки М.Фридменнинг пул-кредит концепциясидаги муҳим қоидалардан бири бўлиб, тижорат банклари кредит эмиссиясининг кескин ошиши муомаладаги пул массасининг ошишига ва шунинг асосида инфляциянинг кучайишига олиб келади, деган қоида ҳисобланади. Аммо бизнинг фикримизча, М.Фридменнинг ушбу қоидаси Ўзбекистон Республикаси иқтисодиёти ривожланишининг ҳозирги даврида ўз исботини топмайди. Бунинг сабаби шундаки, ҳозирги даврда, республикамызда иқтисодиётнинг тижорат банклари кредитлари билан таъминланиш даражаси унчалик юқори эмас.

2.3-расм маълумотларидан кўринадики, республикамызда тижорат банклари кредитларининг ЯИМга нисбатан салмоғи кўрсаткичи қиёсланган давлатларга нисбатан сезиларли даражада паст. Шу сабабли, ишонч билан айтиш мумкинки, тижорат банклари кредит қуйилмалари ҳажмининг ошиши пул массасининг инфляцион ўсишига олиб келмайди.



2.3-расм. Тижорат банклари кредитларининг ЯИМга нисбатан салмоғи¹⁴, 2012 йилнинг 1 январь ҳолатига

¹⁴ Расм маълумотлари Украина, Россия, Қозоғистон ва Ўзбекистон Марказий банкларининг 2011 йил якуни бўйича эълон қилинган статистик маълумотлари асосида муаллифлар томонидан шакллантирилган.

Ўзбекистон Республикаси хўжалик амалиётида миллий валютада эмиссия қилинган тратталар муомаласининг мавжуд эмаслиги мамлакатимиз Марказий банки дисконт сиёсатини шакллантириш имконини бермайди. Бу эса, ўз навбатида, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки қайта молиялаш сиёсатининг муомаладаги пул массасига ва миллий валютанинг барқарорлигига таъсирини маълум даражада пасайтиради.

Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси ссуда капиталлари бозоридаги депозитлар ва кредитларнинг бозор ставкаларига таъсир этувчи монетар индикаторлардан бири бўлганлиги сабабли, унинг маълум даврий оралиқларда ўзгартирилмасдан сақлаб турилиши банк кредитлари фоиз ставкаларининг барқарорлигини таъминлашда муҳим аҳамият касб этади. Тижорат банклари кредитлари фоиз ставкаларининг барқарорлигини таъминлаш иқтисодиётнинг реал секторини кредитлаш жараёнига ижобий таъсир кўрсатади, корхоналарнинг кредит тўловлари миқдори ошиб кетишининг олдини олади, қайта молиялаш сиёсатининг макроиқтисодий барқарорликка таъсирини аниқ баҳолаш имконини оширади.

Марказий банк қайта молиялаш ставкасининг барқарорлиги борасида Япония Марказий банкининг тажрибаси муҳим амалий аҳамият касб этади. 2006 йилнинг ноябр ойида Япония Марказий банкининг ҳисоб ставкаси сўнгги беш йил ичида биринчи марта ўзгарди¹⁵.

Айни вақтда, шуни эътироф этиш жоизки, сўнгги йилларда бир қатор ривожланган мамлакатларда марказий банклар ҳисоб ставкаларининг нобарқарорлик даражасини ошганлиги кузатилди. Масалан, АҚШ ФЗТ 2004 йилнинг 30 июнидан 2007 йилнинг 10 майига қадар ҳисоб ставкасини 17 марта оширди. 2004 йилнинг 30 июнида ФЗТ нинг ҳисоб ставкаси 1% қилиб белгиланган эди. Бу эса, сўнгги 46 йил мобайнидаги энг паст ҳисоб ставкаси эди. 2007 йилнинг 10 май куни ФЗТ нинг ҳисоб ставкаси 5,25% даражасида белгиланди. Бу эса, нисбатан юқори даражадаги ҳисоб ставкаси ҳисобланади ва унинг бу қадар юқори белгиланиши АҚШ ФЗТ раҳбари Бен Бернанкенинг

¹⁵ [http // lenta. Ru/news/2007/02/21/japan/](http://lenta.ru/news/2007/02/21/japan/)

фикрига кўра, инфляциянинг кутилаётган ўсиш суръатига қарши кураш чораси ҳисобланади. Чунки энергоресурслар баҳосининг юкори эканлиги ва уй-жой бозоридаги турғунлик оқибатида инфляция суръатининг ўсиши кутилмоқда¹⁶.

Англия Марказий банки томонидан амалга оширилаётган қайта молиялаш сиёсати учун ҳам ҳисоб ставкаларининг нобарқарорлиги хос. Сўнги олти йил мобайнида унинг ҳисоб ставкаси бир неча марта ўзгартирилди ва 2007 йилнинг июл ойига келиб унинг йиллик ставкаси 5,75% қилиб белгиланди¹⁷. Англия Марказий банкининг расмий баёнотида ҳисоб ставкасининг оширилиши инфляцияни жиловлаш мақсадида амалга оширилганлиги эътироф этилган.

Республикамизда банклараро кредитлар бозорининг ривожланмаганлиги Марказий банк қайта молиялаш сиёсатининг таъсирчанлиги, самарадорлигига салбий таъсир кўрсатади. Бунинг сабаби шундаки, биринчидан, банклараро кредитлар бозоридагина депозитлар ва кредитларнинг бозор баҳоси аниқланади ва кредит ресурсларига бўлган талаб ва таклифнинг амалдаги ҳолатини баҳолаш ва прогнозлаш имкони юзага келади; иккинчидан, талаб ва таклиф асосида шаклланган фоиз ставкасигина ссуда капиталлари ҳаракатини тартибга солишнинг бозор регулятори ҳисобланади.

Банклараро кредитлар бозори ривожланмаган шароитда Марказий банк томонидан тижорат банкларига бериладиган кредитларнинг миқдорини ошириш йўли билан миллий валютадаги пулларга бўлган талабга ва улар таклифига таъсир этишнинг аҳамияти ошади. Лекин бунинг учун, биринчидан, тижорат банклари Марказий банк кредитларини қисқа вақт ичида, тезкор тарзда олиш имконига эга бўлишлари лозим; иккинчидан, Марказий банк қайта молиялаш инструментларининг (ломбардли кредитлар, овернайт, муддатли кредитлар, дисконтли кредитлар, овердрафт) деярли

¹⁶ [http // lenta. Ru/news/2007/08/01/rate/](http://lenta.ru/news/2007/08/01/rate/)

¹⁷ [http // lenta. Ru/news/2007/08/01/rate/](http://lenta.ru/news/2007/08/01/rate/)

барчасига эга бўлиши лозим. Акс ҳолда, Марказий банкнинг қайта молиялаш кредитлари ҳажмини ошириш имконияти чегараланиб қолади. Масалан, ҳозирги даврда Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг дисконтли кредитлари мавжуд эмас, ломбардли кредитлари миқдори кичик. Бу эса, ўз навбатида, тижорат банкларининг дисконтли ва ломбардли кредитларга бўлган талабларини қондирилмай қолишига сабаб бўлади.

Айрим ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида марказий банклар қайта молиялашнинг қатор инструментларидан фойдаланиш амалиётини йўлга қўйишга муваффақ бўлдилар. Масалан, Россия Федерацияси Марказий банки ломбард кредитлари бериш, овернайт, овердрафт, муддатли кредитлар бериш амалиётини жорий этишга муваффақ бўлди. Биргина 2011 йилда Россия Марказий банки томонидан тижорат банкларига 76,8 млрд. рубл миқдорида ломбард кредитлари берилди. Бу эса, 2010 йилдагига нисбатан 78,6 фоизга кўп демакдир¹⁸. Бунинг устига, тижорат банклари Россия Марказий банкнинг бир йилгача муддатли кредитларидан ҳамда овердрафт ва овернайт кредитларидан фойдаланиш имкониятига эгадир.

Шуниси характерлики, Россия Марказий банки томонидан берилаётган ломбардли кредитлар нафақат юқори ликвидлилик хусусиятига эга бўлган ҳукумат ва Марказий банкнинг қимматли қоғозлари билан, балки юқори ишончга эга бўлган Россия компанияларининг қарз мажбуриятлари билан ҳам таъминланмоқда. Бунинг натижасида Россия Марказий банкнинг ломбард кредитлари бериш имконияти янада ошмоқда.

Халқаро миқёсда тобора чуқурлашиб бораётган глобаллашув жараёнлари марказий банкларнинг пул-кредит сиёсатини амалга ошириш имкониятларига сезиларли даражада таъсир кўрсатади. Бунинг сабаби шундаки, халқаро глобаллашув жараёнларининг чуқурлашуви хорижий валюталар оқимининг мамлакатлар ўртасидаги ҳаракатланиши нобарқарорлигини кучайтиради. Бунинг натижасида марказий банклар олдида қуйидаги икки муаммо юзага келади:

¹⁸ Годовой отчет Банка России за 2011 год. – Москва, 2012. – С. 283.

– биринчидан, мамлакатга кириб келаётган хорижий валюталар оқимининг кучайиши натижасида хорижий валюталардаги нетто-активларнинг миллий валюта курсига нисбатан юзага келадиган таъсирига барҳам бериш муаммоси;

– иккинчидан, мамлакатдан чиқиб кетаётган хорижий валюталар оқимининг кучайиши натижасида хорижий валюталардаги активлар миқдорининг камайиши ва шунинг асосида миллий валютанинг қадрсизланишига йўл қўймаслик зарурияти юзага келади.

Биринчи муаммони ҳал қилиш Марказий банк томонидан фаол тарзда стерилизация операциясини амалга оширишни ва қайта молиялаш кредитлари миқдорини кўпайтиришни тақозо этади. Акс ҳолда, хорижий валюталар таклифининг кескин ошиши натижасида миллий валютанинг номинал алмашув курси юқори суръатларда ўсиши ва шунинг асосида мамлакат экспортига нисбатан кучли салбий таъсир юзага келиши мумкин. Мазкур муаммони ҳал қилишда Россия, Норвегия каби йирик миқдордаги Барқарорлаштириш фондларига эга бўлган нефт экспорт қилувчи мамлакатлар бошқа мамлакатларга нисбатан маълум устуворликларга эгадир. Чунки ушбу мамлакатларда нефт жаҳон баҳосининг ошиши натижасида юзага келган қўшимча экспорт тушумининг асосий қисми Барқарорлаштириш фондига тушади. Натижада Барқарорлаштириш фонди пул эмиссиясини стерилизация қилиш функциясини бажаради.

Барқарорлаштириш фондига ва ривожланган молия бозорларига эга бўлмаган мамлакатларда хорижий валюталар таклифининг пул массасига таъсирини камайтириш мақсадида Марказий банкнинг қайта молиялаш сиёсатидан фойдаланиш муҳим амалий аҳамият касб этади ва бир вақтнинг ўзида объектив зарурият ҳисобланади.

Мамлакатдан чиқиб кетаётган хорижий валюталар оқимининг кучайиши натижасида миллий валюта номинал алмашув курсининг барқарорлигига нисбатан юзага келадиган салбий таъсирга барҳам бериш билан боғлиқ бўлган иккинчи муаммони ҳал қилиш, юқорида таъкидлаб ўтганимиздек,

Марказий банкнинг қайта молиялаш сиёсати орқали корхоналарнинг тўлов қобилиятини рағбатлантиришни тақозо этади.

2008 йилда бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози Марказий банкларнинг монетар сиёсати инструментларидан фойдаланиш механизмини ва унинг тактик мақсадларини танлаш жараёнларига сезиларли ўзгартиришларни киритишни зарур қилиб қўйди. Хусусан, тараққий этган мамлакатларнинг банк амалиётида Марказий банкнинг кредитлари тижорат банклари фаолиятини молиялаштириш манбаи бўлмаслиги керак, шу сабабли, марказлашган кредитлар жуда қисқа муддатли бўлиб, фақатгина тижорат банкларининг ликвидлигини таъминлаш мақсадида берилиши лозим, деган пул қондаси мавжуд эди.

Юз берган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози натижасида мазкур пул қондаси бузилди. Яъни, Марказий банклар тижорат банкларига муддатли кредитлар бера бошладилар.

2008-2009 йилларда АҚШ Федерал захира тизими (ФЗТ), Европа Марказий банки (ЕМБ), Англия, Швейцария ва Япония марказий банклари 600 млрд. еуродан ортиқ миқдорда қайта молиялаш кредитлари беришга қарор қилди. 2008 йилгача бўлган даврда ҳам тараққий этган мамлакатларнинг марказий банклари томонидан тижорат банкларига муддатли кредитлар бериш амалиёти мавжуд эди. Аммо ушбу кредитлар жуда қисқа муддатли бўлиб, фақат тижорат банкларининг жорий ликвидлигини таъминлаш мақсадига берилар эди.

2007 йилнинг декабр ойида ФЗТ тижорат банкларига даври олти ойгача бўлган муддатга марказлашган кредитлар беришни бошлади. ЕМБ эса, 2008 йилнинг 16 октябридан бошлаб, тижорат банкларига 6 ойгача бўлган муддатга марказлашган кредитлар бера бошлади¹⁹.

Қайд этиш жоизки, ЕМБ тижорат банкларига қимматли қоғозларни гаровга қўйиб, қайта молиялаш кредитлари олиш имкониятини оширди. Яъни, ЕМБ марказлашган кредитларнинг гаров таъминоти сифатида қабул

¹⁹ Андрюшин С., Бурлачков В. Денежно-кредитная политика и глобальный финансовый кризис: вопросы методологии и уроки для России // Вопросы экономики. – Москва, 2008. – №11. – С. 39.

қилинадиган қимматли қоғозларининг сонини оширди. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозига қадар ЕМБ фақат ҳукуматларнинг қимматли қоғозларини ҳамда компаниялар ва банкларнинг активлари билан таъминланган облигацияларнигина ўзининг марказлашган кредитлари учун гаров сифатида қабул қилар эди.

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг салбий таъсири туфайли тижорат банкларининг ликвидлилик даражасини кескин пасайганлиги натижасида ЕМБ томонидан марказлашган кредитлар ҳажмини ошириш заруриятини юзага келтирди. Натижада, ЕМБ корпоратив акциялар ва ипотека облигацияларини гаров объекти сифатида тан олиб, 2008 йилда 8 мингта банкка ломбард кредитлари олиш имконини берди²⁰.

Англия Марказий банки жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг бошланғич фазасида қайта молиялаш кредитлари ҳажмини ошириш йўлини тутмади. Аммо Англия банки бунга қадар ҳукуматнинг қимматли қоғозлари ҳамда компаниялар ва банкларнинг облигациялари ҳамда ипотека облигацияларини гаровга олиш йўли билан тижорат банкларига қайта молиялаш кредитлари бериш амалиётига эга эди.

Жаҳон молия инқироzi шароитида монетар сиёсатни амалга оширишнинг муҳим хусусиятларидан бири бўлиб, монетар индикаторларнинг беқарорлиги ҳисобланади. Масалан, Хитой Марказий банки, Европа Марказий банки, АҚШ ФЗТ 2008-2009 йилларда ҳисоб ставкасини бир неча марта ўзгартирди²¹.

Халқаро амалиётдан маълумки, Марказий банкларнинг ҳисоб ставкасини ўзгартиришда асосан қуйидаги икки омил ҳисобга олинади:

- инфляция даражаси;
- банк тизимининг ликвидлиги.

Глобал молиявий инқироз даврида иккинчи омил Марказий банкларнинг ҳисоб ставкасини ўзгартириш заруриятини юзага келтирди. Бунинг сабаби шундаки, айнан инқироз таъсирида тижорат банкларининг

²⁰ European Central Bank Report 2007. –Fr/M., 2008 маълумотлари.

²¹ <http://lenta.ru/news/2010/12/22/japan> сайти маълумотлари.

ликвидлилилик даражасини кескин тушиб кетиши улар фаолиятидаги ликвидлилилик рискининг чуқурлашиш муаммосини юзага келтирди. Натижада, Марказий банклар ҳисоб ставкасини пасайтириш ва ана шу паст ставкаларда марказлашган кредитлар бериш йўли билан банк тизимининг ликвидлилигини таъминлашга мажбур бўлишди.

Лекин, шу билан бирга, глобал молиявий инқироз даврида Марказий банкларнинг ҳисоб ставкасини кескин пасайтирилганлиги инфляция хавфини юзага келтирди. Натижада, бир-бирига қарама-қарши бўлган икки ҳолат юзага келди: бир томондан, ҳисоб ставкаларининг пасайтирилиши тижорат банклари фаолиятидаги ликвидлилилик муаммосини бартараф этиш имконини берди; иккинчи томондан эса, Марказий банкларнинг ҳисоб ставкаларини пасайтирилиши, яъни “арзон пуллар” сиёсатининг амалга оширилиши муомаладаги пул массасининг ошишига олиб келади. Бизга маълумки, пуллар таклифининг юқори суръатларда ошиши инфляциянинг кучайишига олиб келади.

Кейинги ўн йил (2000-2010) давомида Япония дефляция муаммосидан қутула олмаётир. Бунинг натижасида Япония Марказий банки ноллик дисконт ставкасидан фойдаланишга мажбур бўлмоқда. Бу эса, тижорат банкларига жуда қўл келади. Чунки, улар Япония Марказий банкининг арзон кредитларидан фойдаланиш орқали ликвидлилилик муаммосини ҳал қилишлари мумкин.

Россия Марказий банки глобал молиявий инқироз даврида мамлакат тижорат банкларининг ликвидлилигини таъминлаш мақсадида марказлашган кредитлар ҳажмини кескин оширди. Аммо инфляция даражаси юқори бўлганлиги сабабли, Россия Марказий банки ҳисоб ставкасини сезиларли даражада пасайтира олмади.

Шуниси характерлики, Россияда бошқа мамлакатлардан фаркли ўлароқ, тижорат банкларининг ликвидлилиги ва капиталлашиш даражасини бир вақтнинг ўзида ошириш имконини берадиган усул қўлланилди. Ушбу усул тижорат банкларига субординар кредитлар бериш усули, деб аталади.

2007 - 2008 йилларда Россия Федерациясининг тижорат банкларига 1500 млрд. рубль миқдорида марказлашган кредитлар берилди. Шунинг 950 млрд. рублини субординар кредитлар ташкил этади. Мазкур субординар кредитлар тижорат банкларига 12 йил муддатга, яъни 2020 йилгача бўлган муддатга, йиллик 8 фоизли ставкада берилди²².

Россия Марказий банкининг тижорат банкларига субординар кредитлар бериш имконияти чекланган. Шу сабабли, берилган субординар кредитларнинг асосий қисми мамлакатнинг йирик тижорат банкларига, хусусан, «Сбербанк», «Внешторгбанк», «Россельхозбанк»ларга берилди. Масалан, «Сбербанк»ка 500 млрд. рубл миқдоридаги субординар кредит берилди.

Шуниси аҳамиятлики, марказлашган кредитлар беришда Россия Марказий банки тижорат банкларининг мамлакатни ижтимоий-иқтисодий ривожлантиришдаги ўрнига алоҳида аҳамият қаратди. Шунинг учун ҳам, Россия Марказий банки томонидан берилган марказлашган кредитлар умумий суммасининг 90 фоиздан ортиқ қисми мамлакат учун стратегик аҳамиятга эга бўлган компанияларга кредит хизмати кўрсатаётган ва аҳоли пул маблағларини депозит ҳисобрақамларига фаол жалб этаётган тижорат банкларининг ҳиссасига тўғри келди.

Қайд этиш жоизки, Россия Марказий банкининг қайта молиялаш кредитлари бериш имконияти чекланган. Шу сабабли, у ликвидлилик муаммосига дучор бўлган қатор кичик ва ўрта банкларга марказлашган кредитлар бера олмади.

2008 йилда бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози дунё мамлакатларининг экспорт салоҳиятига нисбатан кучли салбий таъсирни юзага келтирди. Хусусан, Японияда 2007 йил ноябрдан 2008 ноябргача бўлган даврда экспорт тушуми 26,7 фоизга камайди²³.

Ушбу таъсир дунё миқёсида товарлар ва хизматларга бўлган умумий талабнинг пасайиши натижасида юзага келди. Инқироз таъсирида умумий

²² Две трети бюджета // Ведомости. – Москва, 2008. – №99. – С.3.

²³ Японский экспорт сократился на четверть. <http://lenta.ru/news/2008/12/22/japan> сайти маълумотлари.

талабнинг кескин пасайганлиги ишлаб чиқариш ҳажмининг ҳам кескин қисқаришига олиб келди. Бизга маълумки, ишлаб чиқариш ҳажмини умумий талаб белгилайди. Ўз навбатида, экспорт тушумининг камайганлиги қатор мамлакатларда миллий валютанинг қадрсизланиш суръатини ошишига олиб келди. Оқибатда кўпчилик мамлакатларда девальвация муаммоси юзага келди.

Девальвациянинг муҳим салбий оқибатларидан бири шундаки, у компанияларнинг импорт тўловлари миқдорининг ошишига олиб келади. Бундан ташқари, миллий валютанинг девальвацияланиш жараёнининг узлуксиз давом этиши хориждан жалб этилган инвестицияларни молиялаштириш самарадорлигига ҳам салбий таъсир кўрсатади.

Тўлов балансининг ҳолатини ёмонлашиши миллий валютанинг алмашув курсига нисбатан кучли тазйиқни юзага келтиради ва миллий валютанинг девальвацияланиши учун жиддий хавфни юзага келтиради.

Шу ўринда, девальвациянинг экспортни рағбатлантиришдаги аҳамиятини эътибордан қочирмаслик лозим. Глобал молиявий инқироз таъсирида компанияларнинг экспорт тушумини камайиш натижасида кўрилган зарарларнинг маълум қисми девальвация натижасида қопланиши мумкин. Яъни, миллий валютанинг девальвация даражасининг ошиши экспортёрларнинг валюта тушумини сўмдаги миқдорининг ошишига олиб келади.

Девальвациянинг иккинчи аҳамияти девальвацияни мамлакат ички валюта бозорида хорижий валюталарга бўлган талабни камайтириш имконини беришида намоён бўлади. Масалан, 2009 йилнинг бошида Қозоғистонда тенге 25 фоизга девальвация қилинди ва бунинг натижасида ички бозорида хорижий валюталарга бўлган талаб сезиларли даражада қисқарди.

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг мамлакат банк тизимига ва иқтисодиётига нисбатан салбий таъсирига барҳам бериш борасида Хитой Марказий банкининг тажрибаси муҳим аҳамиятга эга.

Хитой Марказий банки мамлакатда инфляциянинг кучайишига барҳам бериш ва иқтисодийни “қизиб кетиши”га барҳам бериш мақсадида мажбурий захира меъёрлари ва дисконт ставкасини ошириб бориш сиёсатини қўлламоқда.

2011 йилнинг 25 мартдан бошлаб Хитой Марказий банкининг тижорат банкларининг жалб қилинган ресурсларига нисбатан белгиланган мажбурий захира ставкаси 20 % қилиб белгиланди. 2010 йилнинг бошидан бошлаб Хитой Марказий банкининг мажбурий захира ставкаси 8 марта ўзгартирилди²⁴.

Ўзбекистон Республикаси Президенти И.А. Каримов ўзининг “Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози, Ўзбекистон шароитида уни бартараф этишнинг йўллари ва чоралари” номли илмий рисоласида глобал молиявий инқироз шароитида ички талабни рағбатлантиришга қаратилган сиёсатни амалга ошириш йўли билан жорий конъюнктуранинг ёмонлашиши натижасида юзага келадиган салбий таъсирни юмшатиш зарурлигини асослаб берди. Бу эса, ўз навбатида, мамлакатимизда ички талабни рағбатлантиришга қаратилган монетар сиёсатни амалга ошириш заруриятини юзага келтиради²⁵.

Хулоса қилиб айтганда, қайта молиялаш сиёсати Марказий банкларнинг монетар сиёсатида ўзига хос ўрин тутди. Шу билан бирга, 2008 йилда бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози Марказий банкларнинг қайта молиялаш сиёсатида жиддий ўзгаришларни юзага келтирди.

2.2. Мажбурий захира сиёсати

Мажбурий захира сиёсати Марказий банк пул-кредит сиёсатининг анъанавий инструментларидан бири ҳисобланади. Бунда уч хил тушунча қўлланилади:

1. Захира талаблари (reserve requirements).

²⁴ <http://lenta.ru/2011/27/05/news/> сайти маълумотлари.

²⁵ Ички талабни рағбатлантириш Марказий банк томонидан экспансионистик монетар сиёсатни амалга оширишни талаб этади. Бунинг сабаби шундаки, ички талабни рағбатлантириш учун пул массасининг мультипликатив кенгайишини таъминлаш талаб этилади.

2. Минимал захиралар (minimum reserves).

3. Мажбурий захиралар (legal reserves).

Мажбурий захира сиёсати монетар сиёсатнинг инструменти сифатида дастлаб АҚШ Федерал захира тизими (ФЗТ) томонидан мамлакат банк тизимининг ликвидлилигига таъсир этиш мақсадида жорий қилинган эди.

Ҳозирги даврга келиб мажбурий захира сиёсати муомаладаги пул массасини тартибга солишнинг, миллий банк тизимининг ликвидлилигига Марказий банк томонидан таъсир этишнинг муҳим, таъсирчан воситасига айланди.

Марказий банкнинг мажбурий захира сиёсати қуйидаги уч функцияни бажаради:

- тижорат банкларининг кредит экспансиясини жиловлаш;
- миллий банк тизимининг ликвидлилигига таъсир этиш;
- тижорат банки банкрот бўлган шароитда унинг мажбуриятлари юзасидан ҳисоблашиш.

Муомаладаги пул массасининг асосий қисми тижорат банкларининг кредит эмиссияси натижасида вужудга келади. Шу сабабли, муомаладаги пул массасини тартибга солишда асосий эътибор тижорат банкларининг кредит экспансиясини жиловлашга қаратилади. Бу эса, ўз навбатида, Марказий банкнинг тижорат банклари кредит эмиссиясига бевосита ва тезкор тарзда таъсир қиладиган монетар инструментларга бўлган эҳтиёжини юзага келтиради. Мажбурий захира талабномаси, бошқа монетар инструментлардан фарқли ўлароқ, тижорат банкларининг кредитлаш салоҳиятига бевосита ва тезкор таъсир этиш хусусиятига эга. Шу сабабли, ривожланган саноат мамлакатлари марказий банклари ҳам мазкур инструментдан фойдаланиш амалиётидан воз кечишмаган. Бунга мисол қилиб АҚШ ФЗТни, Европа Марказий банкини (ЕМБ) келтириш мумкин.

Шуниси характерлики, ўтиш иқтисодиёти мамлакатларининг кўпчилигида, хусусан, Ўзбекистон, Россия ва Украинада очик бозор сиёсати, қайта молиялаш сиёсати каби анъанавий монетар инструментлардан

фойдаланиш механизми такомиллашмаганлиги сабабли мажбурий захира сиёсатидан асосий монетар инструмент сифатида фойдаланилади. Мазкур мамлакатларда мажбурий захира ставкалари бошқа мамлакатлардагига нисбатан сезиларли даражада юқоридир.

2.2-жадвал

**Европа Марказий банки, Россия, Украина, Қозоғистон ва Ўзбекистон
Марказий банклари мажбурий захира ставкаларининг ўртача
даражаси²⁶**

Мамлакат	2005 г.	2010 г.	2011 г.
Европа Марказий банки	2,0	2,0	2,0
Россия	3,0	2,5	4,5
Украина	2,7	5,5	5,0
Қазахстан	6,0	2,0	2,0
Ўзбекистон	13,3	12,5	12,5

2.2-жадвал маълумотларидан кўринадики, Ўзбекистон Республикаси, Россия ва Украина Марказий банкларининг мажбурий захира ставкалари нисбатан юқоридир. Бу эса, мазкур мамлакатларда мажбурий захира сиёсатидан пуллар таклифини тартибга солишда асосий монетар инструмент сифатида фойдаланилаётганлигидан далолат беради.

Мажбурий захира сиёсати кам сонли давлатларда пул-кредит сиёсатининг инструменти сифатида қўлланилмайди. Бундай давлатлар сафига Канада, Япония, Буюк Британия, Швеция каби давлатларни киритиш мумкин. Шу билан бирга, еврозона мамлакатларида ҳам мажбурий захира сиёсатининг монетар инструмент сифатидаги аҳамиятининг пасаяётганлигини эътироф этиш мақсадга мувофиқдир. Чунончи, ЕМБ нинг мажбурий захира ставкаси барча турдаги депозитлар учун 2 % қилиб белгиланган²⁷.

Марказий банк пул-кредит сиёсатининг инструментларидан фойдаланиш амалиёти такомиллашмаган мамлакатларда, хусусан, кўпчилик

²⁶ Муаллифлар томонидан мазкур Марказий банкларнинг йиллик ҳисоботлари маълумотларидан олинди.

²⁷ European Central Bank Report , 2011. –Fr/M., 2012.

Ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида мажбурий захира сиёсатидан Марказий банк пул-кредит сиёсатининг асосий инструментларидан бири сифатида фойдаланади. Бунинг боиси шундаки, биринчидан, ўтиш иқтисодиёти мамлакатларининг кўпчилигида молия бозорлари ривожланмаган бўлиб, бу ҳолат марказий банкларнинг очиқ бозор сиёсатини, қайта молиялаш сиёсати ва валюта сиёсатини ривожлантиришга тўсқинлик қилади; иккинчидан, мажбурий захира сиёсати муомаладаги пул массасига бевосита ва тез таъсир қилиш хусусиятига эга; учинчидан, мажбурий захира талабларига тижорат банклари томонидан риоя этилаётганлиги устидан назорат қилиш осон. Бунинг сабаби шундаки, Марказий банк тижорат банкларининг баланс маълумотларини доимий тарзда олиб туриш амалиётига эга. Масалан, Ўзбекистон Республикасида Марказий банкнинг тижорат банкларини лицензиялаш ва улар фаолиятини тартибга солиш билан шуғулланадиган департаменти ходимлари тижорат банкларининг баланс маълумотларини доимий ва тезкор тарзда олишади ва ушбу маълумотлар асосида тижорат банклари фаолияти устидан назоратни амалга оширишади.

Мажбурий захира сиёсати Ўзбекистон Республикаси Марказий банки пул-кредит сиёсатининг асосий, анъанавий инструментларидан бири ҳисобланади. Айниқса, республика Марказий банкнинг очиқ бозор операцияларининг ривожланмаганлиги, Давлат бюджети дефицитининг мавжуд эмаслиги, резидентлар томонидан чиқарилган қимматли қоғозлар инвестицион жозибadorлигининг паст эканлиги мажбурий захира сиёсатининг монетар инструмент сифатидаги аҳамиятини янада оширади, деб ҳисоблаймиз.

Биз қуйидаги жадвал маълумотлари орқали Ўзбекистон Республикаси Марказий банки мажбурий захира сиёсатининг асосий талабларини кўриб чиқамиз.

2.3-жадвал

**Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг
мажбурий захира талабномалари²⁸, фоизда**

Депозит тури	2005й.	2006й.	2007й.	2008й.
<i>Трансакцион депозитлар</i>	15	15	13	15
Жамғарма депозитлари	15	15	13	15
Муддатли депозитлар	15	15	13	15
Хорижий валютадаги депозитлар	8	8	13	15

2.3-жадвал маълумотларидан кўринадикки, 2005-2006 йилларда Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг тижорат банкларининг сўмдаги ва хорижий валютлардаги мажбурий захира ставкалари юқори ва барқарор даражада сақланиб қолди.

Республика Марказий банкининг мажбурий захира ставкалари 2007 йилнинг сентябрь ойида унификация қилинди ва тижорат банкларининг барча депозитлари учун ягона 15% қилиб белгиланди. 2008 йил ноябрдан бошлаб, Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси 2,0 фоизли пунктга оширилди.

2001-2005 йиллар мобайнида республика Марказий банкининг тижорат банкларининг сўмдаги депозитларига нисбатан белгилаган мажбурий захира ставкаларининг сезиларли даражада пасайиб бориши кузатилди. Бу эса, хорижий валюталарга нисбатан трансакцион депозитлар шаклида юзага келадиган талаб суммасини сезиларли даражада ошишига олиб келди ва мажбурий захира талабномаларининг тижорат банкларининг депозит базасига нисбатан салбий таъсири сақланиб қолди.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2009 йил 28 июлдаги ПҚ-1166-сонли “Тижорат банкларининг инвестиция лойиҳаларини молиялаштиришга йўналтирилган узоқ муддатли кредитлари улушини кўпайтиришни рағбатлантириш борасидаги кўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги Қарорига мувофиқ, Ўзбекистон Республикаси Марказий

²⁸ Жадвал Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг расман эълон қилинган маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

банкнинг мажбурий захира ставкалари 2009 йилнинг 1 сентябридан бошлаб, депозитларнинг муддатига боғлиқ табақалаштирилди (2.4-жадвал).

2.4-жадвал

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг табақалашган мажбурий захира ставкалари²⁹, фоизда

Депозит тури	2009 й.	2010 й.	2011й.	2012 й.
1 йилгача муддатга жалб қилинган депозитлар	15	15	13	15
1 йилдан 3 йилгача муддатга жалб қилинган депозитлар	12	12	12	12
3 йилдан ортиқ муддатга жалб қилинган депозитлар	10,5	10,5	10,5	10,5

2.4-жадвал маълумотларидан кўринадик, 2009-2012 йилларда Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг мажбурий захира ставкалари тижорат банклари депозитларининг муддатига боғлиқ равишда табақалаштирилди. Бундан кўзланган мақсад – тижорат банкларининг узок муддатли ресурс базасини мустаҳкамлашга кўмаклашиш.

Евро муомалага киритилгунга қадар Европа Иттифокига (ЕИ) аъзо бўлган мамлакатларнинг ичида мажбурий захира ставкаси нисбатан Италия ва Испанияда юқори бўлиб (20 фоизгача), инфляция йиллик даражасини ушбу иккала мамлакатда ЕИнинг бошқа мамлакатларига нисбатан сезиларли даражада юқори эканлиги билан изоҳланади. Ўзбекистонда эса, мажбурий захира ставкаларининг даражасини белгилашда инфляция омилини ҳисобга олишга зарурият йўқ. Чунки мамлакатимизда инфляциянинг мўътадил даражасини таъминлашга муваффақ бўлинган. Масалан, инфляциянинг йиллик даражаси 2012 йилда 7,0 фоизни ташкил этди. Ҳолбуки, ушбу кўрсаткич 2001 йилда 26,6 фоизни ташкил этар эди³⁰.

²⁹ Жадвал Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг расман эълон қилинган маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

³⁰ Ўзбекистон Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати яқунлари бўйича йиллик ҳисоботлари маълумотлари.

2007 йилнинг 1 сентябридан бошлаб, Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг хорижий валютадаги депозитларга нисбатан ўрнатган мажбурий захира ставкасини 5 фоизли пунктга кескин оширилиши тижорат банкларининг ликвидлигига нисбатан кучли салбий таъсирни юзага келтиради; иккинчидан, тижорат банкларининг хорижий валюталардаги муддатли ва жамғарма депозитларига фоиз тўлаш имкониятини кескин пасайтириб юборади. Бу эса, аҳоли қўлидаги ва корхоналар жорий ҳисобрақамларидаги валюта маблағларини банкларнинг муддатли депозит ҳисобрақамларига жалб этиш жараёнига жиддий таъсир кўрсатади. Иқтисодийни модернизациялаш босқичида аҳоли ва корхоналар жорий ҳисобрақамларидаги валюта маблағларини тижорат банкларининг муддатли ва жамғарма депозит ҳисобрақамларига жалб этиш ва уларни иқтисодийнинг устувор йўналишларига кредит сифатида йўналтириш миллий иқтисодийни ривожлантиришнинг устувор вазифаларидан бири ҳисобланади. Ушбу вазифани ҳал этиш, ўз навбатида, хорижий валюталарда банкларга жалб этилган муддатли ва жамғарма депозитларига тўланадиган фоиз ставкаларини ошириш йўли билан мазкур депозитларнинг аҳоли ва корхоналар учун жозибадорлигини оширишни тақозо этади.

Юқоридаги вазифаларни амалга ошириш учун Марказий банк хорижий валюталардаги депозитларга нисбатан белгиланган мажбурий захира ставкаларини минимал даражага келтириши зарур. Ўзбекистон Республикаси Марказий банки хорижий валюталардаги депозитларга нисбатан белгиланган амалдаги захира ставкасини ошириш йўли билан республикамиз тижорат банкларининг хорижий валюталардаги муддатли ва жамғарма депозитларига фоиз тўлаш имкониятини кескин пасайтиради.

Халқаро банк амалиётида тижорат банкларининг хорижий валютадаги депозитларига нисбатан Марказий банк томонидан ўрнатилган мажбурий захира ставкаларининг сезиларли даражада (5-6 фоизли пунктдан 80 фоизли пунктгача) оширилиши, одатда, мамлакатга хорижий валюталар кириб келишининг кучайиши оқибатида мамлакатнинг тўлов балансида катта

миқдорда ижобий сальдонинг пайдо бўлиши ва халқаро захиралар миқдорининг кескин кўпайиши натижасида амалга оширилади.

Шуниси характерлики, айрим МДХ давлатларида (Россия, Қозоғистон) сўнгги йилларда марказий банкларнинг мажбурий захира ставкаларини пасайиб бориши кузатилмоқда. Масалан, Россия Федерацияси Марказий банки томонидан тижорат банкларининг рублдаги депозит ҳисобрақамларининг қолдиқларига нисбатан мажбурий захира ставкаси 2011 йилнинг 1 апрелидан бошлаб 4,0% қилиб белгиланди. Ҳолбуки, 2004 йилда мажбурий захира ставкаси 7 фоиз эди³¹.

Халқаро банк амалиётида мажбурий захира ставкаларини белгилашда трансакцион депозитларнинг хорижий валюталарга бўлган талабга ва мажбурий захира сиёсатининг тижорат банкларининг депозит базасига таъсири масалалари инобатга олинади. Масалан, АҚШда 2007 йилнинг 20 декабридан бошлаб трансакцион депозитлар бўйича табақалашган мажбурий захира ставкалари куйидагича бўлиши белгилаб қўйилди:

– 0 АҚШ долларидан 9,3 млн. АҚШ долларигача бўлган трансакцион депозитларга нисбатан 0 %;

– 9,3 млн. АҚШ долларидан ортиқ ва 43,9 млн. АҚШ долларигача бўлган трансакцион депозитларга нисбатан 3 %;

– 43,9 млн. АҚШ долларидан ортиқ бўлган трансакцион депозитларга нисбатан 10 %.

Таъкидлаш лозимки, АҚШда 1990 йил 20 декабрдан буён муддатли депозитлар ва хорижий валютадаги депозитлар мажбурий захира талабномаларидан тўлиқ озод қилинган³².

АҚШ мисолида келтирилган маълумотлардан кўринадики, нисбатан катта миқдордаги трансакцион депозитларга нисбатан юқори захира ставкалари белгиланган. Чунки улар хорижий валюталарга бўлган талабга кучли таъсир кўрсатади. Тижорат банкларининг муддатли депозитлари эса мажбурий захира талабномаларидан озод қилинган. Бунинг боиси шундаки,

³¹ Материалы Бюллетеня банковской статистики Центрального банка Российской Федерации.

³² <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/rezervereq.htm>.

муддатли депозитлар тижорат банкларининг асосий ресурс манбаи ҳисобланади ва уларга нисбатан юқори захира ставкаларининг қўлланилиши тижорат банкларининг ресурс базасига нисбатан кучли салбий таъсирни юзага келтиради.

Буюк Британия, Япония, Канада, Люксембург, Швецияда мажбурий захира сиёсатидан Марказий банк пул-кредит сиёсатининг инструменти сифатида фойдаланилмаслигининг асосий сабаби, фикримизча, мазкур мамлакатларда пул-кредит сиёсатининг очиқ бозор сиёсати, қайта молиялаш сиёсати, валюта сиёсати каби анъанавий инструментларидан фойдаланиш амалиётининг такомиллашганлигидир. Шу сабабли, мазкур мамлакатларда мажбурий захира ставкалари орқали тижорат банкларининг депозит базасига таъсир қилиш йўли билан уларнинг кредит экспансиясини жиловлаш зарурияти мавжуд эмас.

Шуниси характерлики, мажбурий захира ставкаларини депозитларнинг суммаси ва муддатига боғлиқ равишда табақалаштириш захира талабномалари миқдорини ҳисоблаш ва унинг тўғри ҳисобланаётганлиги устидан Марказий банк назоратини амалга оширишни қийинлаштиради. Аммо қийинчиликдан қочиб, захира ставкаларини табақалаштирмаслик мажбурий захира сиёсатидан фойдаланиш амалиётини такомиллаштириш имконини бермайди.

Одатда, тижорат банкларининг хорижий валюталардаги депозитларига мажбурий захира талабномаларини жорий этиш тўлов балансининг йирик миқдордаги профицити мавжуд бўлган шароитда миллий валютанинг ревальвациясига йўл қўймаслик мақсадида амалга оширилади. Мамлакатимиз иқтисодиёти ривожланишининг ҳозирги босқичида эса, ревальвация муаммоси мавжуд эмас. 2005 йилдан 2012 йилга қадар сўм номинал алмашув курсининг етакчи хорижий валюталарга нисбатан пасайиши кузатилди.

Хулоса қилиб айтганда:

– Марказий банкнинг мажбурий захира талабномаси тижорат банкларининг кредитлаш салоҳиятига бевосита ва кучли таъсир кўрсатади, шу сабабли, бозор характериға эға бўлган монетар инструментлардан (очик бозор сиёсати, дисконт сиёсати, валюта сиёсати) фойдаланиш амалиёти такомиллашмаган мамлакатларда мажбурий захира талабномалари тижорат банклари кредит экспансиясини жиловлашнинг энг қулай воситаси ҳисобланади;

– қатор ривожланган давлатларда Марказий банкнинг мажбурий захира талабномаларининг тижорат банклари ресурс базасиға нисбатан салбий таъсирини олдини олиш мақсадида мажбурий захира ставкалари депозитларнинг суммаси ва муддатиға боғлиқ равишда табақалаштирилган;

– Ўзбекистон Республикасида Марказий банк мажбурий захира ставкаларини депозитларнинг муддатиға боғлиқ равишда табақалаштирилганлиги тижорат банкларининг узок муддатли ресурс базасининг барқарорлигиға ижобий таъсир кўрсатади.

2.3. Очик бозор сиёсати

Марказий банкнинг очик бозор сиёсати деганда, одатда, Марказий банк томонидан қимматли қоғозлар бозорида қимматли қоғозларни сотиб олиниши ёки сотилиши тушунилади.

Марказий банкларнинг очик бозор операцияларида олди-сотди объекти сифатида, асосан, қуйидаги қимматли қоғозлардан фойдаланилади:

- хазина векселлари;
- ҳукуматнинг облигациялари;
- ҳукуматнинг ўрта ва узок муддатли хазина мажбуриятлари;
- корпоратив облигациялар;
- тижорат банкларининг депозит сертификатлари;
- корхоналарнинг тижорат векселлари.

Мазкур қимматли қоғозлар пул бозори ва капитал бозориға тегишли бўлиб, иккиламчи бозордан сотиб олинади ёки сотилади. Ҳукуматнинг қисқа

муддатли облигациялари, хазина векселлари пул бозорининг молиявий инструментлари ҳисобланади. Корпоратив облигациялар эса, капиталлар бозорига тегишлидир.

Аммо кўпчилик Марказий банклар очик бозор операцияларини амалга оширишда ҳукуматнинг қимматли қоғозларидан фойдаланишни афзал билишади. Бунинг сабаби шундаки, биринчидан, ҳукуматнинг қимматли қоғозлари ишончли инвестициялаш объекти ҳисобланади; иккинчидан, уларга қилинган инвестициялардан олинган даромадлар солиққа тортилмайди; учинчидан, ҳукуматнинг қимматли қоғозларига ҳар доим фонд бозорида талаб мавжуд.

Бир қатор ривожланган саноат давлатларида, масалан, АҚШ, ГФР, Буюк Британия, Италия, Австрия ва Францияда Марказий банкнинг қимматли қоғозни бирламчи бозордан сотиб олиши очик бозор операцияси сифатида эътироф этилмайди, балки кредит операцияси ҳисобланади. Масалан, ҳукуматнинг қимматли қоғозларини бевосита ҳукуматнинг ўзидан сотиб олиш Давлат бюджети харажатларини Марказий банк томонидан кредитлаш ҳисобланади. Аммо 2008 йилда бошланган жаҳон молиявий-иқтисодий инқирози даврида тараққий этган мамлакатларда, шу жумладан, АҚШда Марказий банкларга қимматли қоғозни бевосита эмитентнинг ўзидан сотиб олишга рухсат этилди.

Марказий банк томонидан очик бозор сиёсати доирасида қимматли қоғозларнинг сотиб олиниши, биринчидан, миллий валютадаги пул массасининг кўпайишига; иккинчидан, тижорат банклари ликвидлилигининг ошишига олиб келади. Шу сабабли, ривожланган давлатларда Марказий банк очик бозор операцияларидан тижорат банкларининг ликвидлигига ва муомаладаги пул массасига таъсир этиш воситаси сифатида фойдаланади.

Миллий банк тизими ривожланишининг айрим даврий оралиқларида тижорат банкларида ортикча ликвидлиликнинг тўпланиши юз беради. Уни ўз вақтида банк тизимидан олиб қўймаслик муомаладаги пул массаси ҳажмининг ошишига ва натижада инфляциянинг кучайишига олиб келиши

мумкин. Бундай шароитда Марказий банк очик бозор операцияларини амалга ошириш йўли билан, яъни қимматли қоғозларни тижорат банкларига сотиш орқали мамлакат банк тизимидаги ортиқча ликвидликни олиб қўяди. Аммо бунинг учун зарур шарт-шароитлар мавжуд бўлиши керак. Жумладан, тижорат банкларида Марказий банкка, пул-кредит органи сифатида, қатъий ишонч бўлиши, инфляция ва миллий валюта курсининг тебраниши натижасида қимматли қоғозларга қилинган инвестицияларнинг реал қиймати пасаймаслиги лозим. Айниқса, ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида инфляция даражасининг юқори ва нобарқарорлиги кузатилади. Бунинг натижасида инвесторларнинг очик бозор операциялари объектлари бўлган қимматли қоғозларга қилинган инвестицияларининг реал қиймати пасаяди. Шунингдек, миллий валюта қадрининг сурункали тарзда пасайиб бориши натижасида ҳам миллий валютада эмиссия қилинган қимматли қоғозларга қилинган инвестицияларнинг реал қиймати пасаяди. Буларнинг барчаси, пировард натижада, мазкур қимматли қоғозлар инвестицион жозибадорлигининг пасайишига олиб келади.

Марказий банк очик бозор операцияларини амалга оширишда РЕПО операцияларидан кенг фойдаланади. Икки хил РЕПО операцияси мавжуд:

- тўғри РЕПО;
- тескари РЕПО.

Тўғри РЕПО деганда, Марказий банк томонидан қимматли қоғозларни қайта сотиб олиш шarti билан сотиш тушунилади.

Тескари РЕПО деганда, Марказий банк томонидан қимматли қоғозларни қайта сотиш шarti билан сотиб олиш тушунилади.

Марказий банк очик бозор операциялари объектлари сонини ошириш йўли билан очик бозор сиёсати самарадорлигини ошириши мумкин. Бунда қимматли қоғозлар курслари барқарорлигини таъминлаш масаласи юзага келади. Халқаро банк амалиётида Марказий банк томонидан қимматли қоғозлар курсини белгилашда асосан икки усулдан фойдаланилмоқда. Биринчи усулда Марказий банк қимматли қоғозларни қайта сотиб олиш

шарти билан сотади ва сотиб олиш курси аниқ белгилаб қўйилади. Иккинчи усулда эса, Марказий банк минимал курсни эълон қилади ва тижорат банкларининг қимматли қоғозларга бўлган талабидан келиб чиққан ҳолда, сотиш ёки сотиб олиш курсини белгилайди.

Шуниси характерлики, ҳар қандай Марказий банк очик бозор операцияларини амалга оширишда ўзига контрагент, яъни ҳамкор танлаб олади. Масалан, АҚШда Нью-Йорк Федерал резерв банки очик бозор операцияларини 20 та юридик шахс мақомига эга бўлган “бирламчи дилерлар” билан амалга оширади. Бирламчи дилерлар Марказий банкдан олган ликвидли маблағларини банк секторига қайта тақсимлайди³³.

Япония Марказий банки, Швециянинг Риксбанки очик бозор операцияларининг объекти сифатида молиявий векселлардан кенг фойдаланса, Жанубий Корея, Россия Марказий банклари облигациялардан кенг фойдаланишади.

Россия Марказий банки очик бозор операцияларини амалга оширишда контрагентларни танламайди, балки барча банкларга очик бозор операцияларини амалга оширишга рухсат эди³⁴.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг очик бозор операцияларида олди-сотди объекти бўлиб ҳукуматнинг қисқа муддатли облигациялари ва ўрта муддатли хазина мажбуриятларидан фойдаланади. Аммо 2010 йилда давлатнинг қимматли қоғозларини эмиссия қилиш бутунлай тўхтатилди. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2011 йил 30 декабрдаги ПҚ-1675-сонли “Ўзбекистон Республикасининг 2012 йилги асосий макроиқтисодий кўрсаткичлари прогнози ва Давлат бюджети параметрлари тўғрисида”ги Қарорига мувофиқ, давлатнинг ўрта муддатли хазина мажбуриятлари 2013 йилдан бошлаб муомалага чиқарилмайдиган бўлди. Бунинг натижасида Ўзбекистон Марказий банкининг очик бозор операциялари **де-юре** ва **де-факто** тўхтади.

³³ <http://www.newyorkfed.org/markets>.

³⁴ <http://www.cbr.ru>.

Агар уларнинг эмиссия ҳажми оширилса ва иккиламчи қимматли қоғозлар бозорида эркин олди-сотди қилиниши таъминланса, бу ҳолат мамлакатимизда юқори ликвидли қимматли қоғозлар бозорининг ривожланишига замин яратади.

Ҳукумат қимматли қоғозлари бозорини ривожлантиришнинг зарурий шартларидан бири бўлиб, ҳукумат томонидан инвесторларнинг ҳукумат қимматли қоғозларига қилинган инвестициялари суммаси ва фоизларининг ўз вақтида ва тўлиқ тўланиши ҳисобланади. Айрим ўтиш иқтисодиёти мамлакатларида Давлат бюджети даромадларининг етишмаслиги муаммоси мавжуд бўлиши мумкин. Бундай шароитда ҳукумат қимматли қоғозлари бўйича мажбуриятларни ўз вақтида бажара олмай қолиш хавфи юзага келади. Агар ҳукумат ушбу хавфни ўз вақтида бартараф эта олмаса у ҳолда, ҳукумат қимматли қоғозлари бозорига нисбатан кучли ишончсизлик кайфияти юзага келади ва бу ишончсизлик пировард натижада мамлакат фонд бозорининг ривожланишига кучли зарба бериши мумкин. Бунинг натижасида Марказий банкнинг очик бозор сиёсатининг самарадорлиги ҳам кескин пасайиши мумкин.

Биз қуйидаги жадвал маълумотлари орқали Ўзбекистон Республикаси тижорат банкларининг балансидаги ҳукумат қимматли қоғозларига қилинган инвестицияларнинг даражасига баҳо берамиз.

2.5-жадвал

Ўзбекистон Республикаси тижорат банкларининг ҳукуматнинг қимматли қоғозларига қилинган инвестицияларининг даражаси³⁵ (молиявий йилнинг сўнгги санасига)

<i>Қўрсаткичлар</i>	2007 й	2008 й	2009 й	2010 й	2011 й
1. Тижорат банкларининг брутто активлари, млрд. сўм	9276	12065	15703	20739	27453
2. Тижорат банкларининг ҳукуматнинг қимматли қоғозларига қилинган инвестициялари, млрд.	37	36	37	42	30

³⁵ Ўзбекистон Республикаси тижорат банкларининг йиллик ҳисобот маълумотлари ва «Ўзбекистон иқтисодиёти» бюллетени маълумотлари асосида муаллифлар томонидан ҳисобланди.

сўм					
3. Ҳукуматнинг қимматли қоғозларига қилинган инвестицияларнинг банкларнинг брутто активлари ҳажмидаги салмоғининг ўзгариши, %	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1

2.5-жадвал маълумотларидан кўринадики, 2007-2011 йилларда республикаимиз тижорат банкларининг Ўзбекистон ҳукуматининг қимматли қоғозларига қилинган инвестициялари уларнинг брутто активлари ҳажмида кичик салмоқни эгаллаган. Бунинг устига, таҳлил қилинган давр мобайнида ушбу кўрсаткичнинг пасайиш тенденцияси кузатилган.

Мазкур ҳолатлар республикаимиз Марказий банкининг очик бозор операциялари ҳажмини оширишга тўсқинлик қилади.

Ўз навбатида, тижорат банкларининг ҳукуматнинг қимматли қоғозларига қилинган инвестицияларининг кичиклиги мамлакат Давлат бюджетини 2005 йилдан буён профицит билан бажарилаётганлиги билан изоҳланади.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан сўнгги йилларда ўз облигацияларини эмиссия қилиш ва уларни бирламчи бозорда жойлаштириш йўли билан муомаладаги пул массасининг ўсиш суръатини пасайтириш усулидан фойдаланилмоқда.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки облигациялари эмиссия ҳажмининг кичиклиги, асосан, уларни тижорат банклари “Ностро” вакиллик ҳисобрақамларидаги пул маблағлари миқдорини камайтириш, яъни ортикча ликвидликни олиб қўйиш мақсадида чиқарилаётганлиги билан изоҳланади.

Марказий банкнинг очик бозор сиёсатини амалга оширишда Марказий банкнинг савдо ҳамкорларини танлашнинг халқаро амалиётда қабул қилинган принциплари мавжуд. Халқаро амалиётда Марказий банкнинг очик бозор операцияларида иштирок этувчи тижорат банкларини (савдо ҳамкорлари) танлашда қуйидаги икки принципдан фойдаланилади:

1. Агар Марказий банк очик бозор операцияларини доимий равишда амалга оширмаса (масалан, ҳафтада бир марта амалга оширса), у ҳолда, ушбу операцияларда барча тижорат банклари иштирок этишади.

2. Агар Марказий банк очик бозор операцияларини доимий равишда амалга оширса, яъни ҳар куни ёки бир кунда бир неча марта амалга оширса, у ҳолда, Марказий банк унча кўп сонли бўлмаган бир нечта тижорат банкни танлайди.

Айрим ҳолларда, Марказий банк пуллар таклифига тез таъсир қилиш мақсадида битта тижорат банки билан йирик суммага очик бозор операциясини амалга оширади. Фикримизча, Ўзбекистон Республикаси банк тизими ривожланишининг замонавий босқичида Марказий банкнинг битта тижорат банки билан очик бозор операциясини амалга ошириши, республикамиз банк амалиётида соғлом рақобат муҳити тўлиқ шаклланмаган ҳозирги шароитда, ушбу банк монопол мавқеининг юзага келишига олиб келиши мумкин.

Марказий банк томонидан очик бозор операцияларини амалга оширишда тижорат банкларига нисбатан аниқ мезонларга асосланган мажбуриятлар белгиланиши лозим. Бу борада очик бозор сиёсати бўйича катта тажриба тўплаган марказий банклар (Англия Марказий банки, ГФР Бундесбанки, АҚШ ФЗТ) нинг очик бозор операцияларини амалга ошириш тартибини ўрганиш мақсадга мувофиқдир. Масалан, Англия Марказий банкининг амалдаги талабига кўра, Марказий банк билан очик бозор операцияларида иштирок этувчи тижорат банклари қуйидаги мезонлар бўйича талабга жавоб беришлари лозим³⁶:

– операцияни тўлиқ ва хавфсиз режимда амалга ошириш имконини берадиган даражада техник имкониятларга эга бўлиши лозим;

– турли бозорларда ликвидликни талаб қилинадиган даражада ўзгартириш учун зарур бўлган миқёсда операцияларни фаол тарзда амалга ошириш имкониятига эга бўлиши зарур;

³⁶ “The Bank of England’s Operations in the Sterling Money Markets” (L.: Bank of England, 2002) маълумотлари асосида муаллиф томонидан умумлаштирилди.

- очик бозордаги операцияларда доимий тарзда иштирок этиши лозим;
- Марказий банкни бозорда юзага келган шароитлар ва тенденциялар тўғрисидаги фойдали маълумотлар билан доимий равишда таъминлаб туриши зарур.

Тараққий этган мамлакатлар марказий банкларининг тажрибаси шуни кўрсатадики, Марказий банкнинг очик бозор сиёсати унинг қайта молиялаш сиёсати ва мажбурий захира сиёсати билан мувофиқлаштирилган тарзда олиб борилгандагина кутилган самарани беради. Ушбу фикримизнинг далили сифатида АҚШ ФЗТ томонидан амалга оширилаётган очик бозор операцияларини келтириш мумкин.

АҚШ ФЗТнинг очик бозор сиёсати «дисконт ойнаси» орқали кредитлаш операциялари ва мажбурий захира талабномалари билан мувофиқлаштирилган тарзда олиб борилади. Учала сиёсат доирасидаги операцияларни мувофиқлаштириш Бошқарувчилар Кенгаши ва Очик бозордаги операциялар бўйича қўмита (Қўмита) томонидан амалга оширилади.

Қўмита ўзининг ҳар бир мажлисидан кейин Нью-Йоркдаги Федерал захира банкига (ФЗБ) кейинги мажлисга қадар очик бозор операцияларини амалга ошириш тўғрисида кўрсатма беради. Қўмита Нью-Йоркдаги ФЗБни очик бозор операцияларини амалга ошириш бўйича агент сифатида танлаган. Шунинг учун ФЗБ нинг юқори лавозимдаги мансабдор шахсларидан бири ички бозорда амалга ошириладиган очик бозор операцияларини бошқаради.

ФЗТ очик бозор операциялари доирасида қимматли қоғозларни сотиб олганда ўзига нисбатан чекни ёзиш йўли билан тўловни амалга оширади. Сотувчининг банки чекни олиши билан уни ФЗТ га тўловни амалга ошириш учун узатади. ФЗТ сотувчининг банкни ФЗБ даги захира ҳисобрақамининг қолдиғини кўпайтириш йўли билан чекни акцептлайди. Шуниси характерлики, қимматли қоғозни сотувчининг банкни ҳисобрақами қолдиғининг ўсиши бошқа банкдаги захиранинг камайишига олиб келмайди. Демак, Марказий банк қимматли қоғозларни сотиб олса миллий банк тизими

захираларининг умумий миқдори ошади. Бу эса, Марказий банк очик бозор сиёсатининг муҳим хусусияти ҳисобланади.

ФЗТ очик бозор сиёсати доирасида қимматли қоғозни сотса, бунинг натижасида сотиб олувчининг банкни ФЗБ даги захира ҳисобрақамининг қолдиғи камаяди. Ушбу камайиш бошқа банкнинг ФЗБ даги захира ҳисобрақами қолдиғининг кўпайишига олиб келмайди. Демак, ФЗТ қимматли қоғозларни сотса миллий банк тизими захираларининг умумий миқдори камаяди.

Марказий банкнинг очик бозор операциялари миллий банк тизими захираларининг миқдorigа бевосита таъсир қилиш йўли билан пуллар таклифига ва тижорат банкларининг кредит эмиссияси ҳажмига ҳам кучли таъсир кўрсатади.

АҚШ иккиламчи бозорида ҳукумат қимматли қоғозлари муомаласи ҳажмининг ниҳоятда катта эканлиги АҚШ ҳукумати ташқи ва ички қарзининг катта миқдорда эканлиги билан изоҳланади.

Давлатнинг қарзи миқдорининг катта эканлиги уни қимматли қоғозлар эмиссиясини оширишга мажбур қилади. Бунинг натижасида, бир томондан, ҳукуматнинг қарзини ноинфляцион йўл билан ёпиш имконияти юзага келади; иккинчи томондан, Марказий банкнинг очик бозор операциялари орқали муомаладаги пул массасини тартибга солиш имконияти ошади.

Шуниси характерлики, Марказий банкнинг очик бозор сиёсати орқали тижорат банкларининг молиявий инқироз ҳолатидан чиқишларига имконият яратиш мумкин. Фикримизнинг исботини Япония Марказий банкнинг мисолида яққол кўришимиз мумкин.

Япония Марказий банки раҳбарияти 2007 йилнинг октябр ойидан бошлаб 3,6 трлн. иен (30 млрд. АҚШ доллари) миқдоридаги қимматли қоғозлар шаклидаги активларини сотиш тўғрисида қарор қабул қилди. Бу қимматли қоғозларни Япония Марказий банки тижорат банкларидан 2002 йилдан 2004 йилгача бўлган даврий ораликда, мамлакат тижорат банкларини молиявий инқироздан сақлаб қолиш мақсадида, сотиб олган эди. Япония

Марказий банки расмий ахборотида таъкидланишича, мазкур қимматли қоғозларни сотиш 10 йил мобайнида амалга оширилади ва 2017 йилнинг сентябр ойида ниҳоясига етади. Қимматли қоғозларни бу қадар узок давр мобайнида сотилишининг асосий сабаби фонд бозоридаги талаб ва таклифга жиддий таъсир кўрсатмаслик ҳисобланади³⁷.

2002-2004 йилларда Япония тижорат банкларида катта миқдорда акциялар тўпланиб қолди ва биржа инқирози шароитида ушбу акциялар бозор баҳосининг кескин пасайиш хавфи юзага келди. Бу эса, ўз навбатида, Япония тижорат банкларининг молиявий инқирозга учратиши муқаррар эди. Япония Марказий банки ана шу хавфга барҳам бериш мақсадида 2 трлн. иен сарфлаб акцияларни сотиб олди.

Хулоса қилиб айтганда, Марказий банкнинг очик бозор сиёсати мамлакат банк тизимининг ликвидлигига таъсир этиш, муомаладаги пул массасини тартибга солишда муҳим роль ўйнайди.

Ўз навбатида, Марказий банкнинг очик бозор сиёсатини такомиллашмаганлиги унинг РЕПО операциялари орқали сўмнинг алмашув курсига ва миллий банк тизимининг ликвидлигига сезиларли даражада таъсир этиш имконини бермайди. Бу эса, пировард натижада, мажбурий захира сиёсати каби маъмурий инструментлардан фойдаланиш заруриятини кучайтиради.

Марказий банк очик бозор операциялари объектлари сонини кўпайтириш, уларнинг инвестицион жозибадорлигини ошириш, очик бозор сиёсатини қайта молиялаш ва мажбурий захира сиёсати билан мувофиқлаштирилган тарзда амалга ошириш ушбу сиёсатнинг самарадорлигини оширишга хизмат қилади.

2.4. Валюта сиёсати

³⁷ Японский Центробанк избавиться от своих антикризисных миллиардов. <http://lenta.ru/news/2007/07/31/>

Марказий банкнинг валюта сиёсати унинг анъанавий пул-кредит инструментларидан бири ҳисобланади. Шу сабабли, валюта сиёсатининг пировард мақсади миллий валюта барқарорлигини таъминлаш ҳисобланади.

Марказий банкнинг валюта сиёсати доирасида амалга ошириладиган валюта операцияларининг уч асосий тури халқаро банк амалиётида кенг қўлланилмоқда. Улар қуйидаги операциялардан иборатдир:

1. Валюта интервенциясини амалга ошириш мақсадида ўтказиладиган операциялар.

Валюта интервенцияси доирасида амалга ошириладиган валюта операциялари хорижий валютани миллий валютага сотиб олиш ва сотиш операцияларидан иборатдир. Республикамизда интервенция воситаси сифатида ишлатилаётган базавий валюта АҚШ доллари бўлганлиги сабабли, шу мақсадда амалга оширилаётган операциялар АҚШ долларини сотиб олиш ва сотиш операцияларидан иборатдир.

Одатда, марказий банклар валюта интервенцияси самарадорлигини таъминлаш мақсадида интервенция фондидан сотилган хорижий валютадаги маблағларнинг миқдорини ва интервенция ҳисоббарқамининг қолдиғини сир тутадилар. Бунинг сабаби шундаки, валюта интервенцияси самарадорлиги деганда унинг воситасида миллий валютанинг хорижий валютага нисбатан алмашув курсининг фавқулодда ва кескин тебранишига барҳам бериш ҳисобланади. Агар хўжалик юритувчи субъектлар Марказий банк томонидан хорижий валютани сотиш ҳажмининг ўсиб бориши шароитида миллий валютанинг қадрсизланиши давом этаётганлигини сезиб қолсалар, бу ҳолат валюта бозорида психологик ваҳима ҳолатини юзага келтиради ва бунинг натижасида хорижий валютага бўлган талаб кескин ортиши мумкин. Бунга халқаро амалиётдан кўплаб мисоллар келтириш мумкин. Масалан, 1992 йилнинг сентябр ойида Ғарбий Европадаги валюта бозорларида юз берган инқироз натижасида Буюк Британия фунт стерлинги ва Италия лираси номинал алмашув курсининг кескин пасайиб кетиши натижасида улар Европа валюта тизимидан (ЕВТ) чиқиб кетди. Бунинг сабаби шундаки,

Англия ва Италия Марказий банклари ўз миллий валюталари курсларининг фавқулодда тебранишига валюта интервенцияси орқали барҳам беришнинг уддасидан чиқа олмадилар. Масалан, Англия Марказий банки валюта интервенцияси доирасида АҚШ долларини сотиш ҳажмини ошириши билан Лондон валюта бозори иштирокчилари томонидан АҚШ долларини сотиб олиш ҳажми ҳам ошиб борди. Бунинг оқибатида валюта интервенцияси самара бермади. Чунки бозорда психологик ваҳима кучли эди. Бу эса, бозорда АҚШ долларига нисбатан кучли талабни юзага келтирди.

Валюта интервенциясини амалга оширишнинг муҳим зарурий шартларидан бири Марказий банкнинг етарли даражада олтин-валюта захираларига эга бўлиши ҳисобланади. Бу ерда етарли даражада дейилганда Марказий банк олтин-валюта захираларининг миллий валютанинг фавқулодда кескин тебранишига барҳам беришга етадиган даражадаги миқдори назарда тутилмоқда. Ушбу зарурий шартни бажариш имконияти ҳозирги даврда Ўзбекистон Республикаси Марказий банкида мавжуд. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг маълумотларига кўра, 2002-2006 йилларда ташқи савдо айланмасининг ижобий сальдоси йиллик ўртача 1,1 млрд. АҚШ доллари миқдорида бўлди, олтин-валюта захираларининг ҳажми 5,8 баробарга кўпайди ва унинг ҳақиқатдаги миқдори ХВФнинг давлатларни тўловга қобиллик даражасини белгиловчи меъеридан 5 баравар кўпдир³⁸.

2011 йилда Ўзбекистон Республикаси ташқи савдо айланмасининг ижобий сальдоси 4 млрд. 500 млн. АҚШ долларида ошди. Мамлакат ташқи қарзи эса, ЯИМнинг 17,5 фоизини ташкил этди³⁹. Бу эса, мамлакатни етарли даражада валюта захираларини эга эканлигидан далолат беради.

Валюта интервенциясини амалга оширишнинг иккинчи шarti бўлиб, Марказий банкнинг миллий валюта алмашув курсини хорижий валютага нисбатан маълум нисбатда сақлаб туриш мажбуриятининг мавжудлиги

³⁸ Ф. Муллажонов. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкнинг мустақиллик йилларидаги тараққиёт йўли // Бозор, пул ва кредит. – Тошкент, 2007. - №8. – Б.6.

³⁹ 2012 йил Ватанимиз тараққиётини янги босқичга кўтарадиган йил бўлади. – Тошкент: Ўзбекистон, 2012. - Б.6-7.

ҳисобланади. Бошқача қилиб айтганда, миллий валюта белгиланган курс режими ёки бошқариладиган сузиш режимига эга бўлиши лозим. Лекин шундай парадоксал ҳолат ҳам мавжудки, унга кўра, Марказий банк етарли олтин-валюта захираларига эга бўлмаса, у ҳолда, унинг эркин сузиш режимига ўтишдан бошқа иложи қолмайди.

2. Ҳукуматнинг ташқи қарзини тўлаш бўйича Марказий банк томонидан амалга ошириладиган валюта операциялари.

Маълумки, ривожланган саноат мамлакатларида, хусусан, АҚШ, ГФР, Францияда ҳукумат хорижий валюталарда захираларга эга эмас, чунки бу мамлакатларда давлатга тегишли барча олтин-валюта захиралари Марказий банкнинг балансига қонуний асосда ўтказилган. Бундай шароитда ҳукуматнинг ташқи қарзи Марказий банкнинг балансидаги олтин-валюта захиралари ҳисобидан тўланади. Тўлов амалга оширилгандан сўнг, Марказий банк, хорижий валютада тўланган маблағнинг миллий валютадаги эквивалентини ҳукуматнинг жорий ҳисобрақамидан чегириб олади. Ҳукуматнинг ташқи қарзига хизмат кўрсатишнинг мазкур шакли ҳукуматнинг ташқи қарз ботқоғига ботиб қолишдан сақлайди. Чунки Марказий банк ҳукуматнинг тўланиши лозим бўлган ташқи қарзининг миллий валютадаги эквиваленти мавжуд бўлмаган шароитда тўлов топшириқномасини қабул қилмайди. Шу ўринда таъкидлаш жоизки, ҳукуматнинг ташқи қарзига хизмат кўрсатишнинг мазкур тартибидан фойдаланишда Марказий банкнинг иқтисодий ва сиёсий жиҳатдан мустақиллигининг таъминланганлиги муҳим рол ўйнайди. Чунки Марказий банкнинг мустақиллиги тўлиқ таъминланган шароитдагина унинг Президенти ҳукуматнинг ташқи қарзини қонуний тўланишини талаб қила олади. Акс ҳолда, Ҳукумат Марказий банкни ташқи қарзни тўлашга мажбур қилади. Бундай шароитда ҳукумат Марказий банк кредитларидан ташқи қарзни тўлашда манба сифатида фойдаланиши мумкин.

3. Марказий банкнинг балансидаги олтин-валюта захираларини бошқариш операциялари.

Халқаро банк амалиёти тажрибаларини ўрганиш натижалари шуни кўрсатадики, ҳозирги даврда, Марказий банк ўзининг балансидаги олтин - валюта захираларини бошқаришда асосан қуйидаги усуллардан фойдаланади:

- валюта захираларини диверсификация қилиш усули;
- валютавий своп операцияларидан фойдаланиш;
- Голд своп операцияларидан фойдаланиш;
- очиқ валюта позицияларини қисқартириш.

Валюта захираларини диверсификация қилиш деганда тарихан бир вақтнинг ўзида бир нечта етакчи ва барқарор валюталарда захиралар ташкил қилиш тушунилади. Шунингдек, валюта захираларининг таркибини нобарқарор валюталарни сотиш ва уларнинг ўрнига барқарор валюталарни сотиб олиш йўли билан янгилаш операциялари ҳам валюта захираларини диверсификация қилиш дейилади.

Валюта захираларининг таркибини олди-сотди операциялари орқали янгилаш валюта захираларининг диверсификация даражасини оширади ва валюта захираларининг рискка учраш хавфини пасайтиришга хизмат қилади.

Ўзбекистон Республикаси иқтисодиётини ривожлантиришнинг замонавий босқичида миллий валюта бозорида олди-сотди объекти вазифасини АҚШ доллари бажараётганлиги, хўжалик юритувчи субъектлар хорижий валютадаги захираларининг 80 фоиздан ортиқ қисмини АҚШ долларида шаклланганлиги, мамлакатимиз тижорат банклари томонидан чет эл валютасида берилган кредитларнинг асосий қисмини АҚШ долларида берилганлиги Ўзбекистон Республикаси Марказий банки хорижий валюталардаги захираларининг диверсификация даражасини оширишга тўсқинлик қилмоқда.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки валютавий своп ва Голд своп операциялари орқали миллий валюта бозоридаги хорижий валюталар тақлифига реал тарзда таъсир этиши мумкин. Чунки, биринчидан, Ўзбекистон олтин қазиб чиқарувчи ва сотувчи 10 етакчи давлатдан бири ҳисобланади, бу эса Марказий банк активларининг сезиларли қисмини

олтинда шакллантириш имконини беради; иккинчидан, Марказий банк своп операцияларини амалга ошириш учун техник ва молиявий имкониятларга эга; учинчидан, ички валюта бозоридаги операцияларнинг 90 фоизидан ортиқ қисми республика валюта биржасида амалга оширилади, бу эса, Марказий банкка хорижий валюталарга бўлган талабнинг ўзгаришини доимий тарзда самарали мониторинг қилиш имконини беради.

Олтинни халқаро олтин бозорларида (асосан Лондон ва Цюрих бозорларида) қулай бозор баҳоларида сотиш малакали мутахассисларнинг мавжуд бўлишини тақозо этади, мабодо, республикамиз Марказий банкида бундай кадрларнинг, яъни олтин савдоси билан шуғулланувчи кадрларнинг етишмаслиги муаммоси мавжуд бўлса, у ҳолда Голд своп операцияларини халқаро ҳисоб-китоблар банки орқали амалга ошириш мумкин. Халқаро ҳисоб-китоблар банки марказий банкларга валюталар ва олтиндаги захираларни своп шарти бўйича жойлаштириш, депозит-ссуда операцияларини амалга оширишда амалий ёрдам кўрсатади.

Шунингдек, Марказий банк Ўзбекистон ҳукуматига, унинг хорижий инвестициялар ва халқаро кредитлар бўйича берган кафилликлари бўйича мажбуриятларини бажаришда, Голд своп операциялари орқали амалий ёрдам кўрсатиши мумкин. Яъни, Марказий банк ҳукуматнинг хорижий валютадаги тўловлари учун зарур бўлган миқдордаги тушумни олиш имконини берадиган миқдордаги олтинни спот шарти бўйича сотади. Хорижий валютада олинган тушумни эса Ҳукуматга беради. Ундан кейин эса, Марказий банк билан Ҳукумат ўртасида тузилган тўлов шартномасининг муддатидан келиб чиққан ҳолда, Марказий банк хорижий банк билан форвард валюта шартномасини тузади. Форвард шартномасининг муддати тугаши билан Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Ҳукуматдан олинган хорижий валютадаги тушум ҳисобидан олтинни форвард курси бўйича сотиб олади.

Шу ўринда валютавий своп операцияларини қўллаш шартига аниқлик киритишни мақсадга мувофиқ, деб ҳисоблаймиз. Чунки марказий банклар

ички валюта бозорида ва халқаро молия бозорларида валютавий своп операцияларини амалга оширадilar. Ўзбекистон Марказий банки эса, фақат халқаро молия бозорларида своп операцияларини амалга ошира олади. Бунинг сабаби шундаки, мамлакатимизда ҳозирга қадар муддатли форвард шартномалари бозори шаклланмаган. Бу эса, мамлакатимизнинг ички валюта бозорида форвард операцияларини амалга ошириш имконини бермайди.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан тижорат банкларининг очиқ валюта позицияларига нисбатан 2005 йилнинг август ойидан бошлаб қуйидаги чекловлар ўрнатилди:

1. Тижорат банкининг битта валютадаги очиқ валюта позициясининг миқдори унинг регулятив капиталининг 10 фоизидан ошиб кетмаслиги лозим.

2. Тижорат банкининг барча валюталардаги якуний нетто валюта позициясининг миқдори унинг регулятив капиталининг 20 фоизидан ошиб кетмаслиги лозим⁴⁰.

Тижорат банкларининг очиқ валюта позицияларига нисбатан белгиланган мазкур чекловларнинг меъёрий даражасини турли давлатларда бир-биридан кескин фарқланмаслигининг сабаби шундаки, тижорат банкларининг очиқ валюта позицияларини тартибга солиш мақсадида ишлаб чиқилган методиканинг муаллифлари бўлиб халқаро Базель қўмитасининг экспертлари ҳисобланади. Республикамиз банк амалиётида қўлланилаётган чекловларнинг меъёрий даражаси билан Ғарбий Европа мамлакатларида қўлланилаётган чекловларнинг меъёрий даражаларида яқинлик мавжуд.

Миллий валюта курсининг истеъмол товарларининг баҳосига нисбатан юзага келиши мумкин бўлган салбий таъсирига барҳам бериш марказий банкларнинг валюта сиёсатида муҳим ўрин эгаллайди. Бунинг боиси шундаки, инфляция ва валюта курси ўртасида узвий алоқадорлик мавжуд. Одатда, миллий валюта курсининг пасайиши келгусида инфляциянинг ўсишига олиб келади. Инфляцион тазйиқ фоиз ставкаларининг ўсиши билан

⁴⁰ Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқарувининг 2005 йил 28 майдаги 610 – сонли “Очиқ валюта позицияларини юритиш қоидаларини тасдиқлаш тўғрисида”ги қарори. – Тошкент: ЎзР МБ, 2005.

сусайиши мумкин, аммо фоиз ставкаларининг ошиши инвестицион ва истеъмолчи талабининг пасайишига олиб келиши мумкин. Агар миллий валютанинг қадрсизланиши хўжалик юритувчи субъектларнинг инвестиция портфелининг ўзгариши натижаси бўлса, у ҳолда, бундай қадрсизланиш юқори даражадаги инфляцияни юзага келтириши мумкин. Бундай шароитда фоиз ставкаларининг ўсишини таъминлаш инфляцияни жиловлашнинг оқилона йўли ҳисобланади. Агар миллий валютанинг қадрсизланиши ташқи савдо шартларининг ўзгариши оқибати бўлса, у ҳолда фоиз ставкалари пасайтирилиши лозим. Чунки бундай шароитда соф экспорт ва умумий талаб қисқаради.

Шуниси характерлики, миллий валютанинг қадрсизланиши умумий талабнинг қисқаришига олиб келган шароитда Марказий банк томонидан рестрикцион пул-кредит сиёсатининг қўлланилиши миллий иқтисодиётнинг ривожига салбий таъсир кўрсатади, ЯИМнинг ўсиш суръати секинлашади.

Ўзбекистон Республикаси иқтисодиёти ривожланишининг ҳозирги даврида фоиз ставкалари ва инфляция ўртасида бевосита алоқадорлик мавжуд эмас. Масалан, 2003-2006 йилларда тижорат банклари кредитларининг ўртача тортилган фоиз ставкасининг пасайиши тенденцияси кузатилмоқда. Бунинг натижасида тижорат банкларининг кредит эмиссияси ҳажми сезиларли даражада ошиши, инфляциянинг ўсиши кузатилиши лозим эди. Лекин бу ҳолатлар 2003-2006 йилларда кузатилмади. Масалан, 2003 йилда инфляциянинг йиллик даражаси 3,8 фоизни ташкил этган бўлса, 2004 йилда - 3,7 фоизни, 2005 йилда - 7,8 фоизни, 2006 йилда - 6,8 фоизни ташкил этди.

Фоиз ставкалари ва инфляция ўртасида бевосита алоқадорликнинг мавжудлиги кузатилмаган шароитда, миллий валютанинг номинал ва реал алмашув курсларининг импорт қилинаётган товарларнинг ва экспорт қилинаётган товарларнинг баҳосига таъсирини таҳлил қилиш ва юзага келиши мумкин бўлган салбий таъсирнинг олдини олиш Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг валюта сиёсатида муҳим ўрин тутди.

Марказий банкнинг валюта сиёсати, анъанавий монетар инструмент сифатида, монетар сиёсатнинг оралиқ ва пировард мақсадларига мос келиши лозим.

Марказий банкнинг валюта сиёсати доирасида ҳал этилиши лозим бўлган масалалардан бири хорижий валюталардаги расмий валюта захираларини диверсификация қилиш масаласи ҳисобланади. Бунинг боиси шундаки, валюта захираларини диверсификациялаш Марказий банкнинг балансидаги расмий валюта захираларини валюта рискдан ҳимоя қилишнинг ишончли ва кам чиқимли усули ҳисобланади.

Дунё миқёсида, халқаро захиралар ҳажмида АҚШ доллариди шакллантирилган захираларнинг салмоғи юқориликча қолмоқда. Фикримизча, бунинг асосий сабаблари сифатида қуйидагиларни ажратиб кўрсатиш мумкин: биринчидан, АҚШ долларининг бошқа етакчи валюталарга нисбатан номинал алмашув курсининг тебраниш диапазони катта эмас; иккинчидан, АҚШ доллариди эмиссия қилинган АҚШ ҳукуматининг ва Федерал фондларининг қимматли қоғозлари юқори ликвидли ва ишончли инвестициялаш объектлари ҳисобланади; учинчидан, ҳозирга қадар дунёнинг кўплаб мамлакатларида, шу жумладан, МДҲ давлатларида валюта интервенцияси воситаси бўлиб АҚШ доллари ҳисобланади; тўртинчидан, кўплаб мамлакатлар ҳукуматлари ташқи қарзининг асосий қисми АҚШ доллариди шаклланган. Масалан, Ўзбекистон Республикаси ҳукуматининг қафолати асосиди мамлакат иқтисодиётига жалб этилган халқаро кредитларнинг валютавий таркибиди АҚШ доллариди жалб этилган кредитлар салмоғига кўра биринчи ўринни эгаллайди.

Шуниси характерлики, дунёнинг кўплаб мамлакатларида хорижий валютадаги захираларнинг таркибини ташқи қарзнинг таркибига мос равишда шакллантириш тенденцияси кузатилмоқда. Чунончи, Бразилияда халқаро захиралар учта валютада – АҚШ доллари, евро ва Япония иениди шакллантирилган. Чунки мамлакатнинг ташқи қарзи мазкур уч валютадаги қарздан иборат. Жанубий Кореяда халқаро захираларнинг инвестицион

таркиби ташқи қарзнинг валютавий таркибига ва жорий валюта операциялари бўйича тўловларни қайси валюталарда амалга оширилаётганлигига мос равишда шакллантирилмоқда. Чехияда эса расмий валюта захиралари АҚШ доллари ва еврода шакллантирилган. Уни шакллантиришда эътиборга олинadиган асосий омиллардан бири ташқи қарзнинг валютавий таркиби ҳисобланади⁴¹.

Голд своп операциялари мамлакатда фавқулодда ҳолатлар юз берганда ташқи тўлов учун зарур бўлган хорижий валюталарни топиш имконини беради. Масалан, мамлакатга хорижий валютада маблағ фавқулодда зарур бўлиб қолса, у ҳолда, Марказий банк олтинни спот шарти бўйича сотади ва олинган хорижий валютадаги маблағни ҳукуматга беради. Кейин эса, ҳукумат билан берилган маблағни қайтариш муддатини келишиб олади ва ушбу муддатдан келиб чиққан ҳолда, хорижий банк билан олтинни сотиб олиш тўғрисида форвард шартномаси тузади.

2.5. Депозит сиёсати

Марказий банкнинг депозит сиёсати деганда Марказий банк томонидан Ҳукуматга, тижорат банкларига тегишли пул маблағларини депозит ҳисобрақамларига жалб этиш ва бошқариш тушунилади.

Марказий банк Ҳукуматга тегишли пул маблағларидан, масалан, Давлат бюджети маблағларидан муомаладаги пул массасини тартибга солишда фойдаланади. Давлат бюджети даромадларини келиб тушиш вақти билан бюджет харажатларини молиялаштириш вақти ўртасидаги фарк туфайли маълум миқдордаги пул маблағларини тўпланиши юз беради. Марказий банк ана шу пул маблағларидан вақтинчалик фойдаланади. Германия Марказий банки, яъни Бундесбанк амалиётида ушбу пул маблағлари муомаладаги пул массасини бошқаришнинг “нозик воситаси” деб аталади⁴².

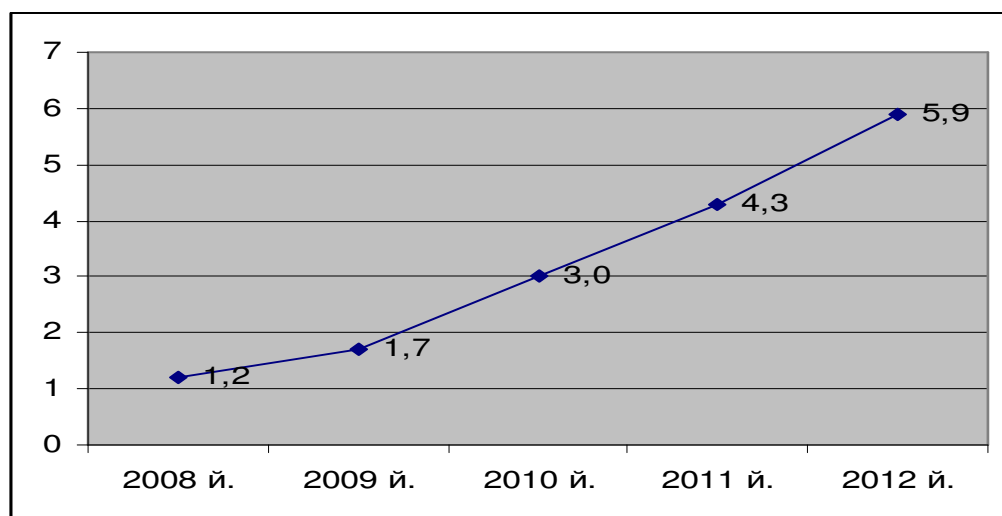
⁴¹ Фаненко М. Международная ликвидность и диверсификация официальных резервных активов.// Мировая экономика и международные отношения. – Москва. 2007 - № 6. – С.56.

⁴² Немецкий Федеральный банк: денежно-политические задачи. – Франкфурт-на-Майне, 1993. - №7.

Одатда, ҳукуматга тегишли пул маблағлари Марказий банкнинг балансида сақланади. Шу сабабли, Марказий банк мазкур пул маблағларини бошқариш имкониятига эга бўлади. Марказий банкларнинг туман, шаҳар филиаллари бўлмаганлиги сабабли, Давлат бюджетининг касса ижросини амалга оширишда улар тижорат банкларининг хизматидан фойдаланишга мажбур бўлишади. Ўзбекистонда ҳам, Россия ва Германияда ҳам Марказий банкларнинг жойларда филиаллари мавжуд эмас. Шу сабабли, улар Давлат бюджетининг касса ижросини амалга оширишда тижорат банкларининг хизматидан фойдаланадилар.

Марказий банк тижорат банкларининг “Ностро” вакиллик ҳисобрақамларидаги ортиқча пул маблағларини ўзининг депозит ҳисобрақамларига жалб этиш йўли билан банк тизимининг ликвидлигига ва тижорат банкларининг кредитлаш имкониятига таъсир кўрсатади.

2.4-расм маълумотларидан кўринадики, 2008-2012 йилларда Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг стерилизация операциялари ҳажми, яъни Марказий банкнинг депозит ҳисобрақамларига тижорат банкларининг “Ностро” вакиллик ҳисобрақамларидаги пул маблағларини жалб этиш ҳамда Марказий банкнинг облигациялари ва депозит



2.4-расм. Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг депозит операциялари ҳамда облигациялари ва депозит сертификатларини сотиш орқали жалб этилган маблағлари ҳажми⁴³, трлн. сўм

⁴³ Пул-кредит сиёсати. www.cbu.uz.

сертификатларини тижорат банкларига сотиш йўли билан жалб қилинган маблағларнинг ҳажми ўсиш тенденциясига эга бўлган. Бу эса, Марказий банк томонидан пул массаси ўсишининг прогноз кўрсаткичларига эришишни таъминлаш ва банк тизимидаги ортиқча ликвидлиликни олиб қўйиш мақсадида амалга оширилган.

Мамлакат банк тизимидаги ортиқча ликвидлиликни ўз вақтида олиб қўймаслик пул массасининг юқори суръатларда ўсишига олиб келиши мумкин.

