



ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ  
МАРКАЗИЙ БАНКИ

# ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИНГ 2020 ЙИЛ ВА 2021-2022 ЙИЛЛАР ДАВРИГА МЎЛЖАЛЛАНГАН АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ

ИНФЛЯЦИЯ

ИНФЛЯЦИЯ ПРОГНОЗИ

ИНФЛЯЦИОН ТАРГЕТ

5%

**Ўзбекистон Республикаси Марказий банки**

**ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИНГ  
2020 ЙИЛ ВА 2021-2022 ЙИЛЛАР  
ДАВРИГА МЎЛЖАЛЛАНГАН  
АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ**



## Мундарижа

Қисқартмалар.....	4
Кириш .....	5
<b>I. Пул-кредит сиёсатининг 2020 йил ва 2021-2022 йиллар давридаги мақсади ва инфляциянинг таргет кўрсаткичлари.....</b>	<b>8</b>
1.1. Пул-кредит сиёсатининг мақсади .....	8
1.2. Инфляцион таргет ва унинг траекторияси.....	10
1.3. Инфляциянинг 5 фоизлик таргети моҳияти.....	10
1.4. Инфляциянинг доимий ва оралиқ таргет кўрсаткичларига эришиш омиллари .....	12
1.5. Инфляцион таргетлаш шароитида пул-кредит сиёсати операцион механизми, асосий фоиз ставкаси ва фоиз коридорининг ишлаш тартиби .....	14
<b>II. 2020-2022 йилларда иқтисодийнинг ривожланиш шароитлари ва сценарийлари .....</b>	<b>21</b>
2.1. Ўрта муддатли истиқболдаги (2020-2022 йиллар) иқтисодий ривожланиш шарт-шароитлари .....	21
2.2. 2020-2022 йилларда кутилаётган ички иқтисодий шароитлар .....	22
2.3. Ташқи иқтисодий шароитлар .....	25
2.4. Асосий сценарий.....	27
2.5. Ташқи иқтисодий хатарларга асосланган муқобил сценарий.....	33
<b>III. Пул-кредит сиёсатини юритишнинг ташқи ва ички шароитлари.....</b>	<b>35</b>
3.1. Глобал иқтисодий ўсиш .....	35
3.2. Миллий иқтисодийнинг ривожланиши .....	40
3.3. Инфляцион жараёнлар ва кутилмалар.....	44
3.4. Валюта алмашув курси.....	48
<b>IV. Пул-кредит сиёсатининг операцион механизми.....</b>	<b>51</b>
4.1. Банк тизими ликвидлиги ва унга таъсир этувчи омиллар .....	51
4.2. Пул-кредит сиёсатининг трансмиссион механизми таҳлили .....	56
<b>V. Молиявий барқарорлик ва макропруденциал чоралар .....</b>	<b>67</b>
5.1. Молиявий барқарорлик тушунчасининг моҳияти ва аҳамияти .....	67
5.2. Молиявий барқарорлик кўрсаткичлари таҳлили .....	68
<b>Иловалар .....</b>	<b>74</b>
1-илова. Пул-кредит сиёсатини юритишда инфляцион таргетлаш режимининг афзалликлари .....	74
2-илова. Инфляцияни юзага келтирувчи омиллар таҳлили .....	76
3-илова. Энергия ресурслари нархининг ўзгариши ва инфляция .....	79
4-илова. 2020 йилда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича йиғилишлари графиги.....	81
<b>Глоссарий .....</b>	<b>82</b>

## Қисқартмалар

ЯИМ	–	ялпи ички маҳсулот
ИНИ	–	истеъмол нархлари индекси
ИЧНИ	–	ишлаб чиқарувчилар нархлари индекси
ИТ	–	инфляция таргетлаш режими
ЎТТЖ	–	Ўзбекистон тикланиш ва тараққиёт жамғармаси
БМТ	–	Бирлашган миллатлар ташкилоти
ФАО	–	БМТ Озиқ-овқат ва қишлоқ хўжалиги ташкилоти
ХВЖ	–	Халқаро валюта жамғармаси
ХМК	–	Халқаро молия корпорацияси
ОТБ	–	Осиё тараққиёт банки
ИТБ	–	Ислом тараққиёт банки
ХСТ	–	Халқаро савдо ташкилоти
ҚҚС	–	қўшилган қиймат солиғи
ЯИТ	–	ягона ижтимоий тўлов
МБ	–	Марказий банк
М0	–	муомаладаги нақд пуллар
М1	–	М0 + миллий валютадаги талаб қилиб олинган депозитлар
М2	–	М1 + миллий валютадаги муддатли, жамғарма ва бошқа депозитлар + хорижий валютадаги депозитлар
ф.б.	–	фоиз банд

## Кириш

Пул-кредит сиёсатининг 2020 йил ва 2021-2022 йиллар даврига мўлжалланган асосий йўналишлари Ўзбекистон Республикасининг янги таҳрирдаги «Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида»ги Қонуни ва Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 18 ноябрдаги ПФ-5877-сонли «Инфляцион таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида»ги Фармонига мувофиқ ишлаб чиқилди.

Жорий макроиқтисодий ҳолат, жумладан, инфляциянинг жорий динамикаси ва прогноз кўрсаткичлари, шунингдек, барқарор ва мувозанатли иқтисодий ўсишни таъминлаш зарурияти **Марказий банк томонидан нархлар барқарорлигини таъминлаш бўйича аниқ ва янада таъсирчан чоралар кўришни тақозо этмоқда.**

Шу муносабат билан, мазкур ҳужжатни ишлаб чиқишда Марказий банк томонидан асосий эътибор таркибий ислоҳотларнинг янги босқичида **инфляцион таргетлаш режимини** фаол татбиқ этиш орқали пул-кредит сиёсати шароитларини белгилашга қаратилди. Бунда:

- **2023 йилдан** инфляциянинг **5 фоизлик** доимий мақсадли кўрсаткичи (таргети);
- **2021 йилда** инфляцияни **10 фоизгача** пасайтириш мақсади белгиланди.

Келгуси йилларда инфляциянинг доимий ва оралиқ таргетига эришишга қаратилган устувор вазифаларни белгилаб олиш учун асосий йўналишларни ишлаб чиқишда

иқтисодий ривожланишнинг жорий динамикаси сақланиб қолиши, таркибий ислоҳотларнинг босқичма-босқич амалга оширилиши ва жаҳон иқтисодиёти ўсиш суръатларининг бироз секинлашиши каби омиллари инobatга олинади.

Иқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийсига кўра 2020 йилда **ялпи ички маҳсулот** (ЯИМ) ҳажмининг реал ўсиши 5,2-5,5 фоизни ташкил этиши, 2021-2022 йилларда 5,5-5,8 фоизгача тезлашиши прогноз қилинмоқда.

Бунда, тижорат банклари томонидан **иқтисодиётга ажратиладиган кредитлар** қолдиғининг ўсиш суръатлари ЯИМ номинал ҳажмининг ўсиш суръатларига мутаносиб равишда, жумладан, 2020 йилда 20-25 фоиз атрофида (валюта курси ўзгаришларини ҳисобга олмаганда) бўлиши кутилмоқда.

Асосий сценарий бўйича йиллик инфляция даражаси 2020 йил охирида **12-13,5 фоиз** оралиғида бўлиб, 2021 йилда **бир хонали сон даражасига** тушади ва 2023 йилда эса асосий **5 фоизлик** таргетга эришилади.

Ушбу сценарийга кўра, **ташқи иқтисодий шароитларнинг жорий тенденциялари сақланиб қолиб**, асосий савдо ҳамкор давлатлар иқтисодиётида кескин ўзгаришлар юзага келмайди ҳамда асосий экспорт товарлари нархлари ва трансчегаравий пул ўтказмалари ўсишининг ижобий динамикаси сақланиб қолади.

Прогнозларга кўра, инфляция бўйича доимий мақсадли кўрсаткичга эришиш мақсадида **пул-кредит сиёсатининг қатъий**

**шароитлари** сақлаб қолинади ва бунда иқтисодиётда **ижобий реал фоиз ставкалари** таъминланади.

Асосий йўналишларда **инфляцион таргетга эришиш** ва **пул-кредит сиёсати инструментлари, механизмлари ва жараёнларини инфляцион таргетлаш режими стандартларига мувофиқлаштириш** бўйича амалга ошириладиган барча чора-тадбирлар батафсил ёритилган. Хусусан:

**операцион механизмни ривожлантириш соҳасида:**

- **асосий фоиз ставкаси ва фоиз коридори,** пул-кредит сиёсати операцион механизмнинг самарали ишлашини таъминловчи бозор инструментлари тўплами, шу жумладан, кредит ва депозит аукционлари, овернайт депозит ва кредитлар жорий этилади ҳамда зарур ҳолларда Марказий банк облигациялари муомалага чиқарилади;

- **ички валюта бозорини ривожлантириш стратегиясини** ишлаб чиқиш кўзда тутилган бўлиб, бунда тижорат банкларининг валюта курси шаклланишида маркет-мейкер сифатидаги ролини босқичма-босқич ошириб бориш, валюта интервенцияларини ўтказишга бўлган ёндашувни такомиллаштириш, шунингдек, ҳосилавий инструментлар (своп, опцион ва фьючерслар)ни жорий этилади;

- имтиёзли кредитлаш амалиётини бозор тамойиллари асосида қайта кўриб чиқиш орқали **кредит бозоридаги сегментация даражаси** пасайтириб борилади;

**таҳлилий-прогнозлаш салоҳиятини ошириш соҳасида:**

- макроиқтисодий таҳлил ва прогноزلаштириш тизими (FPAS) ҳамда замонавий моделлаштириш инструментлари жорий этилади;

- аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг **инфляцион кутилмалари** ва **инфляция омилларини** эмпирик моделлар асосида доимий ўрганиб бориш услублари ишлаб чиқилади;

**коммуникация сиёсатини такомиллаштириш соҳасида:**

- кенг жамоатчилик ва бизнес вакилларига инфляциянинг асосий омиллари ва пул-кредит сиёсати чораларини ўз вақтида етказишни кўзда тутувчи **коммуникация сиёсатининг** замонавий тамойилларидан фойдаланилади;

- **бозор иштирокчилари билан мулоқот қилишнинг** самарали механизмларини татбиқ этиш бўйича тизимли ишлар йўналишлари белгиланди.

Шунингдек, асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича бир йилда ўтказиладиган Марказий банк бошқаруви йиғилишлари сонини 4 тадан 8 тага ошириш графиги тасдиқланди ва бошқарув йиғилишларини ўтказиш муддати шанбадан пайшанба кунига ўзгартирилди.

Банк тизимида молиявий барқарорликни таъминлаш ва юзага келиши мумкин бўлган хатарлар эҳтимолини камайтириш мақсадида **макропруденциал назоратнинг самарали чоралари** ишлаб чиқилиши режалаштирилган.

Шу билан биргаликда, **банк тизимини ислоҳ қилиш стратегияси** доирасида тижорат банкларини аҳоли ва бизнес вакиллари жамғармаларининг инвестицияларга айланишига, иқтисодиётда узоқ муддатли пулларнинг шаклланишига хизмат қиладиган

молия институтларига трансформация қилиш бўйича ишлар амалга оширилади.

Инфляциянинг **номонетар омилларини** пасайтириш мақсадида уларнинг ҳар бири бўйича чуқур ва ҳар томонлама таҳлил амалга оширилади ҳамда ишлаб чиқилган таклифлар кейинчалик Ҳукуматга ҳамда тегишли вазирлик ва идораларга киритиб борилади.

Бундан ташқари, келгуси йилларда монетар-фискал ва таркибий сиёсат соҳасидаги ислохотларни **самарали мувофиқлаштириш** бўйича биргаликдаги ҳаракатларни кучайтиришга алоҳида эътибор қаратилади.

**Солиқ-бюджет соҳасида** умумий фискал баланс тақчиллигининг маълум миқдорда қисқариши ҳамда давлат ташқи қарзининг белгиланган параметрлар доирасида шаклланиши кутилмоқда. Умумий фискал баланснинг 2020 йилда ЯИМга нисбатан 2,7 фоиздан ошмаслиги, 2023 йилга қадар босқичма-босқич 1,5 фоизгача пасайиб бориши ва келгуси йилларда ушбу даражада сақланиб қолиши прогноз қилинмоқда.

Қатъий пул-кредит сиёсати юритилиши ва фискал баланс тақчиллигининг қисқариб

бориши шароитида хусусий ва хорижий инвестициялар ҳажмининг ошиши иқтисодий ўсишнинг прогноз кўрсаткичларига эришилишига хизмат қилади. Шундан келиб чиқиб, дастлабки ҳисоб-китобларга кўра келгуси йилларда **тўлов балансининг жорий операциялар** ҳисобварағи манфий сальдоси ЯИМга нисбатан 2020 йилдаги 7 фоиздан 2022 йилда 5,9 фоизгача пасайиб боради. Ушбу тақчиллиқнинг асосан ташқи молиявий манбалар, хусусан, инвестицион ресурслар ҳисобидан қопланиб бориши натижасида валюта алмашув курсига сезиларли девальвацион босимни юзага келтирмаслиги кутилмоқда.

Умуман олганда, келгуси йилларда иқтисодиётнинг асосий тармоқларида рақобат муҳитини яхшилаш, инфратузилмани ривожлантириш, монополияни қисқартириш, товар ва хизматлар таннархи ва ишлаб чиқаришда энергия сарфини пасайтиришга қаратилган **таркибий ислохотларнинг** амалга оширилиши инфляцияни мақсадли кўрсаткичлар даражасигача пасайтиришнинг муҳим омили ҳисобланади.



## I. Пул-кредит сиёсатининг 2020 йил ва 2021-2022 йиллар давридаги мақсади ва инфляциянинг таргет кўрсаткичлари

### 1.1. Пул-кредит сиёсатининг мақсади

Иқтисодиётда нархлар барқарорлигининг таъминланиши **аҳоли турмуш даражасини ошириш** ва тадбиркорлик фаолияти учун **қулай ишбилармонлик муҳити яратилишининг** фундаментал асосларидан ҳисобланади. Мамлакатда ички нархларнинг барқарорлиги аҳоли даромадлари ва жамғармаларининг **харид қобилиятини сақлаш**, бизнес вакиллари учун эса узоқ муддатли даврга мўлжалланган режаларни тузишлари учун **қулай шароитлар яратиш** имконини беради.

Паст ва барқарор даражадаги инфляция мамлакатда **ижтимоий-иқтисодий фаровонлик ва тенгликни** таъминлашда муҳим аҳамият касб этади. Айнан аҳолининг ижтимоий-иқтисодий қўллаб қувватлашга муҳтож, ўртача кўрсаткичлардан паст даромад олувчи ва нарх ўзгаришларига таъсирчан бўлган қатлами инфляциядан катта зарар кўради, чунки истеъмол нархлари ошгани сари уларнинг истеъмол ҳажми қисқариб боради. Ушбу қатлам истеъмол саватидаги маҳсулотлар асосан **бирламчи зарурий истеъмол маҳсулотларидан** иборат бўлиб, уларни бошқа маҳсулотлар билан алмаштиришнинг иложи бўлмайди.

Инфляциянинг юқори даражаси, шунингдек, ишлаб чиқариш жараёнларини кенгайтириш учун амалга ошириладиган инвестициялар ҳажмига ҳам салбий таъсир

кўрсатади. Тадбиркорлар томонидан қабул қилинаётган қарорлар асосида инвестицион мақсадлар учун йўналтирилаётган маблағлардан келажакда олинадиган даромадларнинг харид қуввати ўзгармаслиги каби тамойиллар ётади.

Бундай шароитда узоқ муддатли жамғармалар ва инвестицион ресурсларнинг танқислиги кузатилади. Бу, ўз навбатида, лойиҳаларни молиялаштиришда давлат ва марказлашган харажатларга эҳтиёжларнинг (оғирлик юкининг) ошиб боришига олиб келади.

Иқтисодиётда инфляцион жараёнлар аксарият ҳолатларда **талаб омиллари** натижасида, яъни иқтисодиётда товар ва хизматларга бўлган талабнинг ишлаб чиқариш ҳажмларига нисбатан тезроқ суръатларда ўсиши натижасида юзага келади. Ялпи талабнинг ўсиши эса, асосан, давлат бюджети харажатлари ва иқтисодиётга йўналтирилган кредитлар ҳажмининг ўсиши, аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари даромадларининг ошиши ҳисобига рўй беради.

Пул-кредит сиёсати инструментларини қўллаш орқали Марказий банк **ялпи талаб ҳажмига таъсир этади** ва шу орқали иқтисодиётда **инфляцион босимни** пасайтиради. Шунингдек, Марказий банк томонидан қабул қилинаётган қарорлар, амалга оширилаётган ишлар ва мос равишда коммуникацион сиёсат аҳоли ва тадбиркорлик

субъектларининг **инфляцион кутилмаларини** шакллантирувчи омил сифатида инфляцион жараёнларга таъсир кўрсатади.

Марказий банкнинг асосий фоиз ставкаси бўйича ҳамда пул-кредит шaroитларини белгилаш бўйича қарорлари банклараро пул бозоридаги фоиз ставкаларининг шаклланишига ўз таъсирини ўтказиши, яъни ушбу бозордаги **қисқа муддатли молиявий ресурслар нархини белгилайди.**

Ўз навбатида, пул бозоридаги фоиз ставкалари даражаси тижорат банклари томонидан узоқ муддатли пул ресурслари, яъни жалб қилинадиган депозитлар ва бериладиган кредитлар бўйича фоиз ставкаларининг шаклланишига асос бўлади. Депозитлар ва кредитлар бўйича фоиз ставкалари бевосита ишлаб чиқариш, истеъмол ва инвестицион жараёнларда фойдаланиладиган молиявий ресурсларнинг нархини белгилаб беради.

Ушбу жараён **пул-кредит сиёсатининг трансмиссияси** (ўтказма каналлари) орқали иқтисодий агентларнинг ишлаб чиқариш, жамғариш ва истеъмол бўйича қарорларига таъсир ўтказиши.

Бунда, пул-кредит сиёсати соҳасидаги чоратadbирлар асосан иқтисодиётни **қисқа муддатли тартибга солиш, мавсумий ва даврий тебранишларни мувозанатлаш** ҳамда **иқтисодий ўсиш суръатларининг мамлакат иқтисодий салоҳиятидан оғиб кетишининг олдини олишга** қаратилган бўлиб, умуман олганда қисқа муддатли таъсирга эга бўлади.

Пул-кредит сиёсати чоралари иқтисодий жараёнларга (кўрсаткичларга) қарорлар қабул қилинган пайдан **маълум бир вақт кечиши**

ва **сурилишлар** билан таъсир қилади. Шу боис Марказий банк қарорлар қабул қилишда макроиқтисодий кўрсаткичларнинг жорий динамикасига эмас, аксарият ҳолларда келгуси даврда кутилаётган ўзгаришлар ва прогнозларга асосланади.

Шу сабабли самарали ва таъсирчан қарорлар қабул қилиш Марказий банкда кучли таҳлилий ва прогнозлаш салоҳияти мавжуд бўлишини тақозо этади. Макро-иқтисодий кўрсаткичларнинг кенг қамровли таҳлили, прогнозлари ва келажакдаги динамикаси тўғрисида батафсил маълумотларга эга бўлиш ва бу борадаги салоҳиятни ривожлантириб бориш орқали пул-кредит сиёсатида қабул қилинаётган **қарорлардаги хатоликлар камайиб боради.**

Умуман олганда, иқтисодиётда нархлар барқарорлигини таъминлаш, аҳоли ва бизнес вакилларининг инфляцион кутилмаларини ижобий шакллантириш орқали Марказий банк мамлакатдаги иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватлаб боради.

Таъкидлаш жоизки, иқтисодиётнинг мустаҳкам ривожланиши кўп жиҳатдан фундаментал ва таркибий ислохотларга боғлиқ бўлиб, фақатгина Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати инструментларини қўллаш орқали ишлаб чиқариш **омиллари самарадорлигини оширишга ёки технологик ривожланишга** тўғридан-тўғри таъсир қилиб бўлмайди.

Шунингдек, маълум бир тармоқларни фақатгина кредитлар билан қўллаб-қувватлаш ва марказлашган инвестицияларни йўналтириш мамлакатда барқарор иқтисодий ўсишни таъминлаш учун етарли эмас.

Иқтисодиётда **рақобат муҳитини ривожлантириш, меҳнат унумдорлиги ва энергия истеъмоли самарадорлигини ошириб бориш**, ишлаб чиқариш **инфратузилмасини ривожлантириш, бизнесни ташкил этиш ва юретишни энгиллаштиришга** қаратилган давомли таркибий ислохотлар узоқ муддатли иқтисодий ўсишни таъминловчи асосий омиллар бўлиб ҳисобланади.

## 1.2. Инфляцион таргет ва унинг траекторияси

Бугунги кунда мамлакатимизда шаклланган макроиқтисодий ҳолат ҳамда амалга оширилаётган таркибий ислохотлар, жумладан, тартибга солинадиган нархларнинг эркинлаштирилиши ва солиқ сиёсатидаги ўзгаришлар таъсирида инфляциянинг ҳозирги икки хонали сон даражасида сақланиб қолиш хавфи ошиб бораётган шароитда инфляцияни жиловлаш бўйича **янада қатъий чораларни қабул қилишнинг зарурияти ва кечиктириб бўлмаслиги инфляцион таргетлашга ўтиш жараёнини жадаллаштиришга** тўртки бўлди.

Хусусан, инфляциянинг жорий динамикаси ва прогноз кўрсаткичлари Марказий банкдан мазкур йўналишда аниқ ва янада таъсирчан чоралар кўришни тақозо этмоқда. Бунда, **инфляцион таргетлаш шароитлари ва инфляцион мақсад, яъни таргетларнинг белгилаб олинishi** Марказий банкка пул-кредит сиёсатини янги шароитларда олиб боришга, умуман макроиқтисодий сиёсатда ўзаро мувофиқлаштирилган ҳаракатларни сифатли амалга оширишига хизмат қилади.

Марказий банк Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 18 ноябрдаги

«Инфляцион таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида»ги Фармонидан келиб чиқиб, иқтисодий таҳлиллар, мамлакатимиз макроиқтисодий ҳолатининг прогнозлари, инфляцион таргетларни белгилаш бўйича ривожланаётган давлатлар тажрибасини инобатга олиб, **2023 йилдан инфляция бўйича доимий мақсад (таргет) 5 фоиз даражада, 2021 йил учун оралиқ таргет эса 10 фоиздан паст даражада бўлишига эришишни асосий вазифа этиб белгиламоқда.**

Ўз навбатида, 2023 йилгача бўлган давр инфляцион таргетлаш режимини **татбиқ этишга тайёргарлик кўриш даврини** ўз ичига олади ва бу даврда барча пул-кредит инструментлари инфляцион таргетлаш режими **стандартларига мослаштирилади.**

## 1.3. Инфляциянинг 5 фоизлик таргети моҳияти

**Инфляцион таргетлаш режимига ўтган давлатлар тажрибаси.** Халқаро тажрибани ўрганиш инфляцион таргетлаш режимига ўтган аксарият **ривожланаётган мамлакатлар** учун инфляциянинг мақбул даражаси **4-5 фоизни** ташкил этганлигини кўрсатди. Умуман олганда, дунёда инфляцион таргетлашга ўтган аксарият давлатларда инфляцион таргет сифатида 4-5 фоизлик ва ундан паст даражадаги инфляцион таргет танлаб олинган ҳамда бутун эътибор мана шу таргетга эришишга қаратилган.

Таъкидлаш жоизки, марказий банклар томонидан белгиланган таргетга доимо аниқ ва эълон қилинган вақтда эришиш имконияти бўлмаслиги мумкин. Халқаро тажрибада

маълум бир даврларда инфляция даражаси таргетдан **пастга ёки юқорига оғиб туриш** ҳолатлари кўп кузатилади. Бунда, энг муҳим жиҳат Марказий банк томонидан **таргетдан оғиш сабабларининг кенг жамоатчиликка тушунтирилиши** ва **таргет кўрсаткичига қайтиш аниқ даврининг кўрсатилиши** ҳисобланади.

**Юқорироқ даражадаги инфляция юзага келиши хавфининг олдини олиш.** Марказий банк томонидан инфляция даражаси бўйича доимий мақсадли кўрсаткич агар 7-9 фоиз атрофида ўрнатилса, ушбу мақсадли кўрсаткичга эришилган тақдирда ҳам умумий истеъмол саватидаги алоҳида товарлар 11-13 фоиз билан ўсиши ва бу, ўз навбатида, мана шу товарлар бўйича аҳолининг харид қобилияти пасайишига олиб келиши мумкин.

Шунингдек, айрим бозорлардаги нархларнинг юқори ўсиш суръатлари аҳоли ва бизнес вакилларининг **инфляцион кутилмаларига таъсир этиши** ва натижада янада кенгроқ товар гуруҳлари нархларининг ўсишига олиб келиши мумкин.

Энг муҳими, инфляция даражаси бу фақатгина бир макроиқтисодий кўрсаткич бўлиб қолмай, у бутун бир иқтисодий ҳолат ва жараёнларни ўзида акс эттирувчи кўзгу ҳисобланади.

Инфляциянинг 7-9 фоизлик даражада бўлиши нафақат инфляцион кутилмаларга, балки алмашув курсига ҳам босим ўтказди. Бу, ўз навбатида, миллий валютага бўлган ишончнинг пасайишига, узоқ муддатли ресурслар тақчиллигига, яъни мавжуд пул ва капитал ресурсларининг нотўғри тақсимланишига олиб келади.

Бундай шароитда аҳоли даромадлари тезроқ қадрсизланади. Бу, ўз навбатида, юқоридаги омиллар билан биргаликда давлат бюджетига ва бутун макроиқтисодий ҳолатнинг барқарорлигига салбий таъсир кўрсатади.

**Асосий савдо ҳамкор давлатлардаги инфляция даражаси.** Ўзбекистоннинг асосий савдо ҳамкорлари бўлган давлатларда инфляция даражаси ўрта ҳисобда 5-6 фоизни ташкил этади. Истеъмол савати таркибида импорт товарлари улушининг юқорилиги боис, уларнинг нархлари ўсиши истеъмол нархлари динамикасига сезиларли даражада таъсир этади.

Иқтисодиётда эркин ташқи савдо шароитлари амал қилган вазиятда мамлакатда инфляция бўйича мақсадли кўрсаткич асосий ҳамкор давлатлар билан таққослаганда қанчалик юқори бўлса, ушбу фарқни қоплаш, яъни компенсация қилиш зарурати **валюта курсининг қадрсизланиш** томонга ўзгаришини талаб этади.

Агар асосий савдо ҳамкорлардаги инфляция даражаси мамлакатимиздаги инфляциядан анча паст бўлса, вақт ўтиши билан ушбу мамлакатлардан келадиган хорижий товарларни сотиб олиш қулай бўлади, чунки улар бизнинг маҳсулотларга қараганда секинроқ қимматлашади. Натижада ушбу давлатлар маҳсулотларини сотиб олиш учун хорижий валютага бўлган **талаб ўсади** ва бу **сўмнинг қадрсизланишига олиб келади**.

Миллий валюта алмашув курсининг асосий ташқи ҳамкор давлатлардаги инфляция даражаси фарқи ҳисобига барқарор равишда қадрсизланиб бориши иқтисодий

агентларнинг **кутилмалари** ва **кайфиятига** салбий таъсир кўрсатиши билан бирга инфляция даражасига ҳам **ўтказма таъсир** (path through) этиб боради.

**Инфляцион кутилмалар хусусияти.** Мамлакатимизда аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмалари **юқори даражада эканлиги** ва **доимо инфляциянинг ўтган даврдаги кўрсаткичларига асосланиши** (backward looking) билан характерланади. Ўзбекистонда тарихан инфляция даражаси асосан юқори – икки хонали сон даражасида бўлиб келган. Бунинг натижасида иқтисодий агентлар ўз тажрибаларига асосланиб келажакда доимо нархлар ўсишини кутиб келишмоқда.

Инфляцион кутилмаларни пасайтириш ҳамда уларнинг хусусиятини ўзгартириш учун вақт талаб этилади ва инфляцион кутилмаларни самарали бошқариш, уларни пасайтириб бориш учун аниқ бир мўлжалли кўрсаткич зарур бўлади.

Ушбу мўлжалли кўрсаткич аҳолининг харид қобилиятини пасайтирадиган даражада юқори бўлмаслиги, шу билан биргаликда иқтисодий ривожланишга салбий таъсир кўрсатмаслиги учун ҳаддан зиёд паст бўлмаслиги лозим. Мамлакатимиз учун инфляцион таргетнинг айнан **5 фоиз** даражасида белгиланиши инфляциянинг мазкур мақбул даражасини танлаш билан изоҳланади.

**Инфляцион таргет траекторияси.** Асосий инфляцион таргетга эришилгунга қадар бўлган давр учун Марказий банк

томонидан эришилиши кўзда тутилаётган оралиқ мақсадли кўрсаткичлар, яъни инфляциянинг қисқа оралиқ таргетлари траекторияси ҳисоблаб чиқилди.

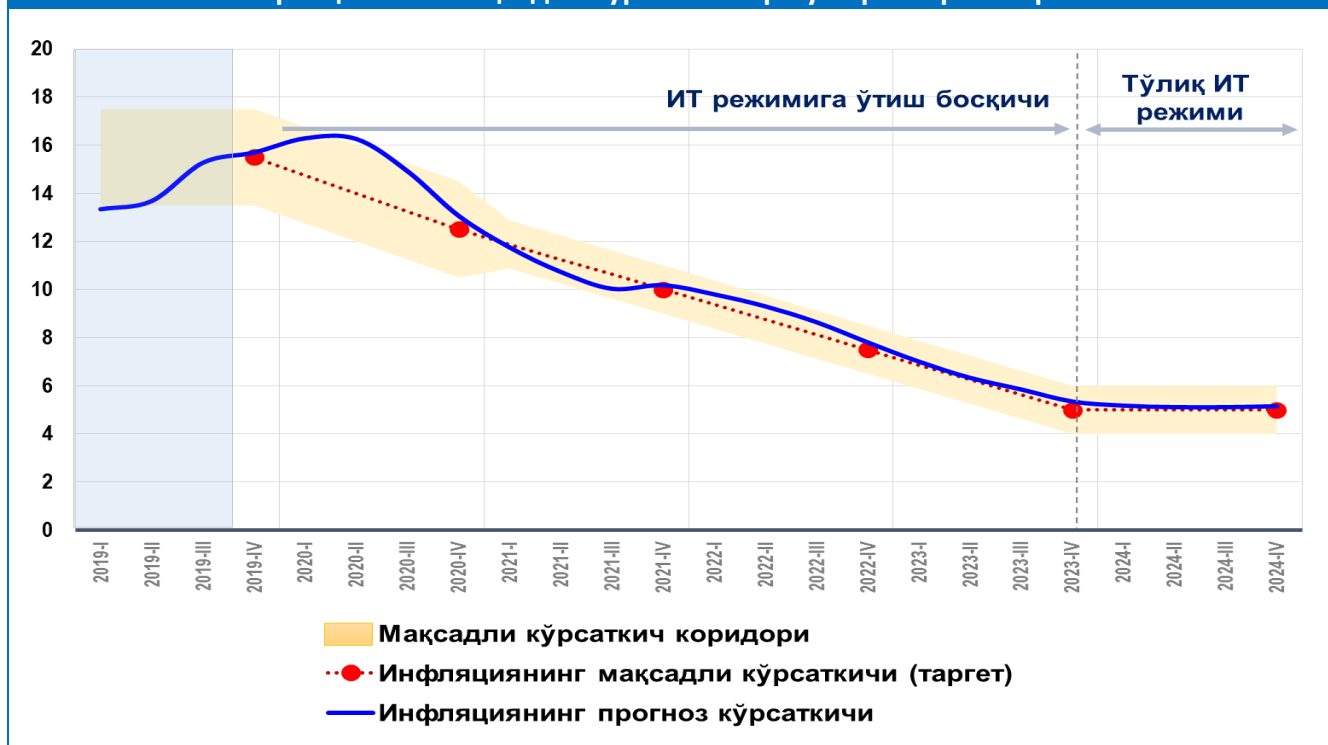
Ҳисоб-китобларга кўра, **қатъий ва самарали пул-кредит сиёсати юритилиши, фискал сиёсатнинг монетар сиёсат билан мувофиқлаштирилиши**, шунингдек, иқтисодиётда **таркибий ислохотлар** (рақобат муҳити, ишлаб чиқариш инфратузилмаси, меҳнат унумдорлиги ва ҳ.к.) самарали амалга оширилганда, 2021 йилнинг охирига қадар оралиқ инфляцион таргет **10 фоиздан паст**, 2022 йилда **7±1 фоизни**, 2023 йилда **5 фоизлик таргетга** етиш имкониятини беради.

Шу нуқтаи назардан, 2023 йилгача инфляциянинг оралиқ мақсадларига эришиб борилиши билан инфляцион таргетлашга ўтиш жараёни якунланиб боради ва 2023 йилдан бошлаб инфляцион таргетлаш режими амал қилади. Бунда Марказий банкнинг барча саъй-ҳаракатлари инфляциянинг 5 фоизлик даража доирасида бўлишига йўналтирилади.

#### **1.4. Инфляциянинг доимий ва оралиқ таргет кўрсаткичларига эришиш омиллари**

Инфляциянинг оралиқ ва доимий таргет кўрсаткичларига эришиш, биринчи навбатда, Марказий банк томонидан қатъий пул-кредит сиёсати юритишни тақозо этади. Бунда, пул-кредит инструментларидан фойдаланишда асосий эътибор иқтисодиётда ижобий реал фоиз ставкаларини шакллантириш, қатъий пул-кредит шароитларини сақлаб қолиш, инфляцион босимни жиловлаш ва инфляцион кутилмаларни пасайтиришга қаратилади.

## Инфляциянинг мақсадли кўрсаткичлари ўзгариш траекторияси



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Инфляцион таргетга эришиш мақсадида Марказий банк тегишли вазирлик ва идоралар билан биргаликда ўз ҳаракатлари мувофиқлиги ва мутаносиблигини таъминлаб боради ва инфляцияни юзага келтирувчи номонетар омиллар ва уларни келтириб чиқарувчи сабабларни бартараф этиш бўйича асослантилган таклифларни Ҳукуматга киритиб боради.

Инфляция бўйича таргетга эришиш пул-кредит сиёсатининг қатъийлаштирилишидан ташқари, самарали фискал сиёсат ва таркибий ислохотлар амалга ошириб борилишини тақозо этади.

**Фискал сиёсат соҳасида** амалга оширилиши лозим бўлган чора-тадбирлар сирасига бюджет тақчиллигини 2023 йилгача босқичма-босқич қисқартириб бориш ва чегараларини қатъий белгилаш, қарз олишга нисбатан чекланган ёндашувни қўллаш, давлат бюджети маблағлари, бюджетдан

ташқари фондлар, шу жумладан, Тикланиш ва тараққиёт жамғармаси маблағларидан фойдаланишнинг йиллик параметрларини қонун билан тасдиқлаш механизмини жорий этиш, бюджет интизомига риоя этилиши устидан самарали назоратни таъминлаш каби чоралар киради.

**Таркибий ислохотлар соҳасида** тартибга солинадиган нархларни эркинлаштириш жараёнларини яқунлаш, замонавий ишлаб чиқариш ва транспорт инфратузилмасини яратиш, бутун мамлакат ҳудудини узлуксиз энергоресурслар билан таъминлаш, рақобат муҳитини яхшилаш ва тенг ишбилармонлик имкониятларини яратиш, хусусий инвестициялар оқимини ошириш ва молия бозорини ривожлантириш, маъмурий тартибга солинадиган нархларни эркинлаштириш ва ишлаб чиқариш омиллари самарадорлигини ошириш каби йўналишларда таъсирчан чоралар кўриш лозим бўлади.

### 1.5. Инфляцион таргетлаш шароитида пул-кредит сиёсати операцион механизми, асосий фоиз ставкаси ва фоиз коридорининг ишлаш тартиби

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки инфляцион таргетлаш режимида нархлар барқарорлигига эришиш, инфляция даражасини мақсадли кўрсаткичлар доирасида сақлаб туриш мақсадида пул-кредит сиёсати инструментларининг янгиланган қаторини жорий этади ва унинг параметрлари ҳамда мақсадларини белгилаш орқали операцион механизмини такомиллаштириб боради. Инфляцион таргетлаш режими шароитида **Марказий банкнинг операцион мақсади банклараро пул бозоридаги фоиз ставкасини асосий ставка даражасида ёки унга яқин даражада ушлаб туришдан иборат бўлади.**

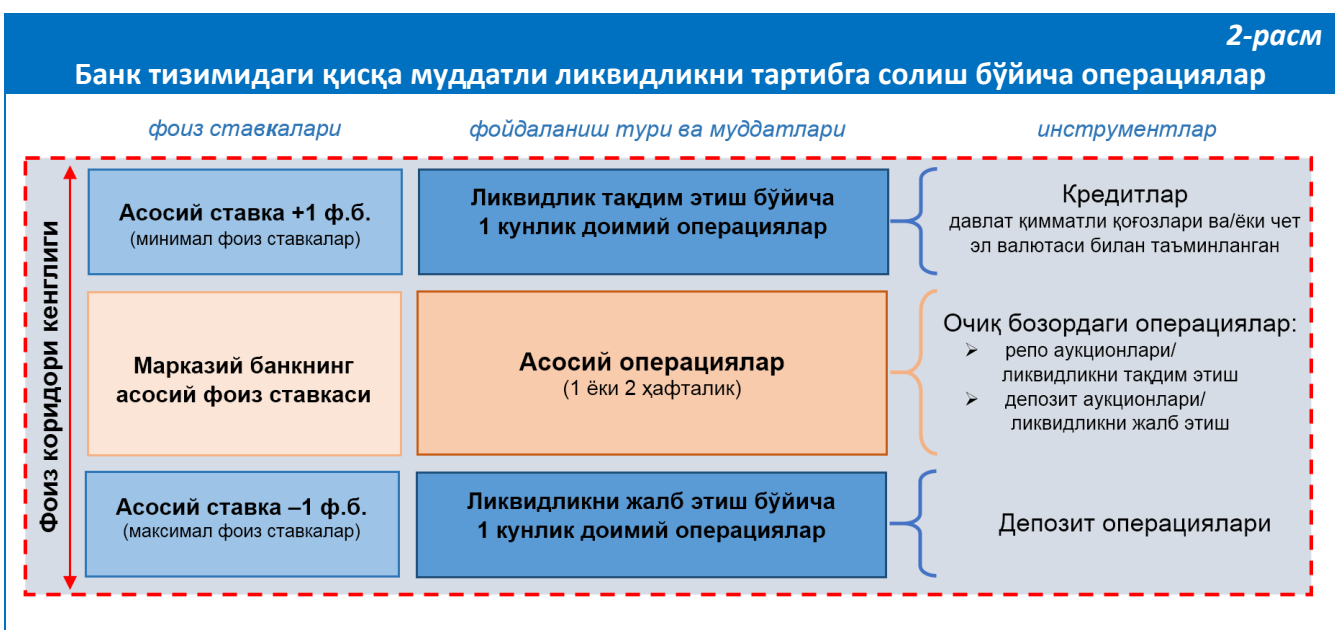
Банклараро пул бозори фоиз ставкасини асосий ставкага яқин даражада ушлаб туриш Марказий банкнинг пул-кредит шароитларини қатъийлаштириш ёки юмшатиш тўғрисидаги қарорлари таъсирининг пул бозоридаги банк ресурслари

қийматига ўтказилишига имкон беради, бу эса иқтисодий агентларнинг инвестицион ва истеъмол қарорларида ўз аксини топади.

Операцион мақсадга эришишда Марказий банк ликвидликни тартибга солиш операцияларидан банк тизимидаги ресурсларнинг шаклланиш ҳолати (дефицит ёки профицит)дан келиб чиққан ҳолда фойдаланади. Бунда, банк тизимидаги ликвидликка бўлган талаб ва таклиф баҳоланиб, пул-кредит операциялари ҳажми аниқланади.

Операцион механизм орқали банк тизими ликвидлигини бошқаришда Марказий банк асосий ва қўшимча инструментлар тўпламидан фойдаланади.

Банк тизимида ликвидликнинг етишмаслиги бозор ставкаларининг кўтарилишига ёки унинг ортиқчалиги фоиз ставкаларининг пасайишига олиб келган ҳолатларда Марказий банк очиқ бозорда 1 ҳафтадан 2 ҳафтагача муддатли **асосий операциялардан** фойдаланиб, вазиятни барқарорлаштиради.



Манба: Марказий банк.

Ликвидликни меъёрида таъминлаш учун кредит, депозит ва репо (ликвидлик бериш) аукционлари ўтказилади. Икки ҳафтагача ликвидликни тақдим этиш/жалб қилиш учун аукцион савдоларида Марказий банкнинг асосий ставкаси бошланғич нарх бўлиб хизмат қилади.

Бундан ташқари, Марказий банкнинг асосий инструментлари қаторида **1 кунлик доимий тусдаги операциялар** ҳам жорий этилади ва улар пул бозоридаги ставкаларни мақсадли фоиз коридори доирасида сақлаб туриш учун ишлатилади. Одатда, ушбу инструментлар алоҳида банклар ликвидлигидаги қисқа муддатли номутаносибликларни бартараф этишда фойдаланилади. Бунда, банклар Марказий банкдан операция кун давомида ликвидлик олиши/жойлаштириши мумкин. Доимий операциялар инструментлари ўз ичига давлат қимматли қоғозлари ёки хорижий валюта билан таъминланган кредитлар (ликвидлик бериш) ва Марказий банкда тижорат банкларининг депозит жойлаштириши (ликвидликни олиш)ни олади.

Марказий банкнинг доимий операциялари бўйича фоиз ставкалари ўзгармас бўлиб, **фоиз коридорининг юқори ва қуйи чегараларини шакллантиради**. Бунда, ушбу операциялар банкларга ликвидлик тақдим этишда асосий ставкадан 1 фоиз бандга юқори ставкада, ликвидлик жалб қилишда эса асосий ставкадан 1 фоиз бандга паст ставкада амалга оширилади.

Мазкур операцияларга тижорат банклари томонидан талаб, Марказий банкнинг доимий операцияларидан ташқари, алоҳида ҳолатларда юзага келади ва одатда бу операциялар бўйича фоиз ставкалари қиймати

банклараро кредитлар фоиз ставкаларидан юқори, банклараро депозитлар фоиз ставкалари қийматидан эса пастроқ бўлади.

Доимий тусдаги операцияларнинг асосий (аукцион) операциялар билан мувофиқлаштирилган ҳолда қўлланилиши пул бозоридаги қисқа муддатли ставкаларни асосий фоиз ставкасига яқин даражада ушлаб туришга шароит яратади. Шу аснода, доимий операциялар фоиз коридорининг чегаралари белгиланади, **коридорнинг ўртаси** асосий ставкага тенг бўлади. Асосий ставка ўзгарганида фоиз коридорининг чегаралари **автоматик равишда тегишли ўлчамга мос йўналишга сурилади**.

Қисқа муддатли операциялардан ташқари Марказий банкнинг инструментлар тўпламида узоқроқ муддатларга қўлланиладиган инструментлар ҳам жорий қилинади.

Ликвидликнинг сезиларли даражадаги ва узоқ муддатли таркибий дефицити ёки профицити кузатилган ҳолатларда хорижий валюта ёки давлат қимматли қоғозлари билан таъминланган кредитлар ҳамда Марказий банк облигациялари муомалага чиқарилади.

Юқорида таъкидландек, асосий ставкадан пул бозори ставкаларигача бўлган **импульслар занжиридан** ташкил топган Марказий банк операция механизмини қўллаш орқали молия бозори иштирокчиларига **пул-кредит шароити (ҳолати) борасида сигналлар** етказилади ва натижада регулятор қарорлари аҳоли ва бизнес субъектларининг молиявий ресурслари қиймати ўзгаришларида акс этади. Шу тариқа, пул-кредит сиёсати иқтисодий агентларнинг кутилмаларига, инвестиция ва истеъмол борасидаги қарорларга ҳамда келгусидаги иқтисодий (молиявий) хатти-ҳаракатларга таъсир кўрсатади.



## Инфляцион таргетни аниқлаш ва ўрнатиш:

### Чехия, Польша ва Россия давлатлари тажрибаси

Инфляцион таргетлаш режимининг ўзига хос хусусиятларидан бири шуки, марказий банк (ва/ёки ҳукумат) келгуси давр учун инфляция мақсади (таргети) ва инфляциянинг таргетдан силжиш оралиғини (tolerance band) олдиндан эълон қилиши лозим.

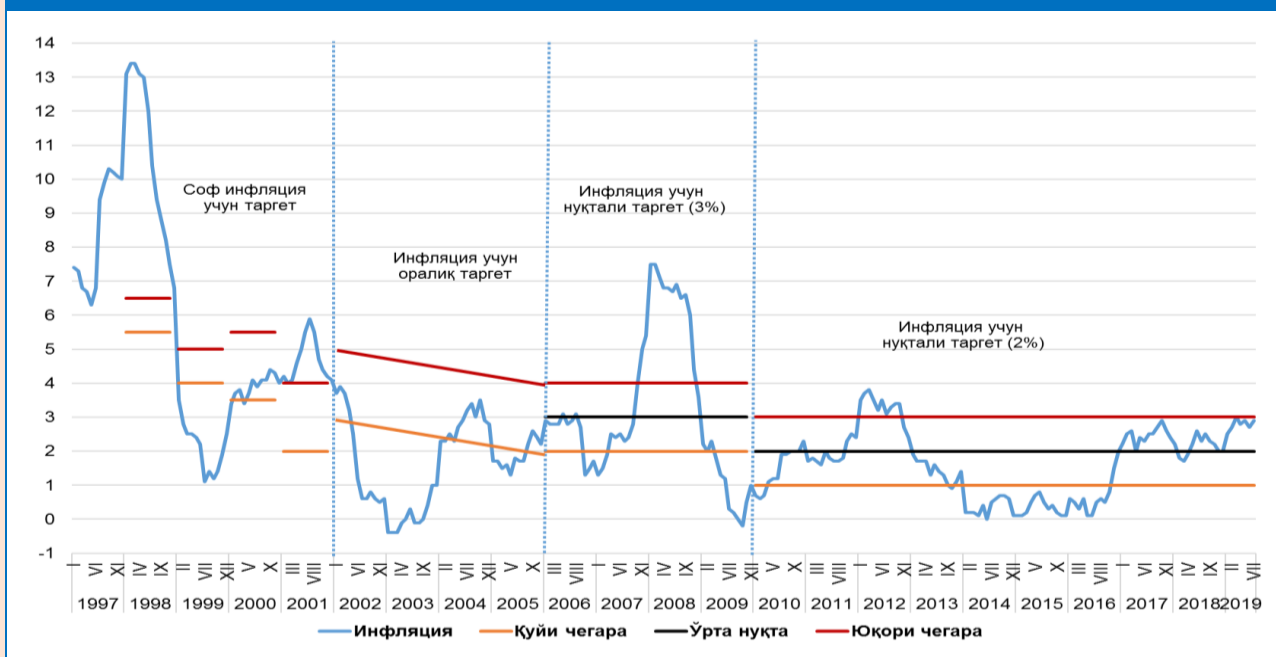
Шу ўринда табиий савол туғилади: инфляция таргети қандай аниқланади ва ўрнатилади? Инфляцион таргетни белгилашда қандай омиллар ҳисобга олинади? Нима учун инфляцион таргетлаш режимда пул-кредит сиёсати юритаётган давлатларда инфляция таргети турлича белгиланган?

Ушбу саволларга жавоб топиш мақсадида чехиялик иқтисодчилар Роман Хорватх ва Якуб Матежулар (2011) инфляцион таргетлаш режимига ўтган 19 та давлатда инфляция таргетини белгилашда ҳисобга олинган омилларни таҳлил қилишган. Улар «мамлакатлар инфляция бўйича таргетни танлашда ўтган даврлардаги **инфляция даражаси, унинг тебранувчанлиги, ЯИМ ўсиши ва ташқи инфляция даражаси** каби макроиқтисодий кўрсаткичларни ҳисобга олади» деган умумий хулосага келишган.

#### Чехия тажрибаси

Чехия Миллий банки (ЧМБ) 1997 йил декабрда инфляцияни пасайтириш стратегияси сифатида инфляцион таргетлаш режимига ўтди ва бу борада ривожланаётган давлатлар марказий банклари ўртасида биринчи бўлди. ЧМБ инфляцияни пасайтириш стратегиясида белгиланган мақсадларга эришишни ва узоқ муддатларда нархлар барқарорлигини таъминлашни тўрт босқичда амалга оширди: 1-босқич – 1998-2001 йй., 2-босқич – 2002-2005 йй., 3-босқич – 2006-2009 йй. ҳамда 4-босқич – 2010 й. ва ундан кейинги йиллар.

#### Чехияда инфляция даражаси ва инфляцион таргет



**Манба:** Чехия миллий банки ва Чехия статистика офиси маълумотларига асосан Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ҳисоб-китоблари.

1997 йил декабрда ЧМБ 1998 йил учун инфляция таргетини 5,5-6,5 фоиз қилиб белгилади ва инфляцион таргетлаш режими биринчи босқичи (1998-2001 йй.) сўнгига қадар инфляцияни 3,5-5,5 фоиз оралиғига туширишни ўз олдига мақсад қилиб қўйди. Таргет кўрсаткичи сифатида базавий инфляциядан фойдаланилди<sup>1</sup>.

Базавий инфляциянинг асосий таҳлил ва коммуникация кўрсаткичи сифатида танланишидан мақсад – тартибга солинадиган нархларни либераллаштириш ва эгри солиқларнинг ўзгариши тўғрисида олдиндан эълон қилинган режаларнинг мавжуд эмаслиги билан боғлиқ эди.

Инфляцион таргетлашнинг дастлабки йили учун таргет белгилашда 1997 йил сўнгига миллий валюта – кронанинг қадрсизланиши, тартибга солинадиган нархлар ўзгариши, қўшилган қиймат солиғи ставкалари ҳамда 1998 йил бошида ишлаб чиқарувчилар ва етказиб берувчилар томонидан нарх тузатишлари ҳам ҳисобга олинган.

2000 йил февраль ойидан бошлаб Молия вазирлиги ўзининг тартибга солинадиган нархлар, эгри солиқлар ва тўловлардаги ўзгаришлар учун ўрта муддатли режасини «2002 йилгача тартибга солинадиган нархлар ўзгариши истиқболлари» шаклида эълон қилишни бошлади. Бу эса Чехия Миллий банкига 2002 йил бошидан инфляция таргет кўрсаткичи сифатида умумий инфляцияга (ИНИ) (headline inflation) ўтишга ёрдам берди.

Пул-кредит сиёсати стратегиясида ЧМБ Чехия ҳукумати билан ҳамкорликда 2002-2005 йиллар учун давомий камаювчи таргет оралиғини белгилашга қарор қилди (2002 йил январда 3-5 фоиз ва 2005 йил декабрда 2-4 фоиз). Таргет оралиғини белгилашда тартибга солинадиган нархлар ва бошқа маъмурий чоралардаги кутилаётган ўзгаришлар, шунингдек ушбу ўзгаришларнинг инфляцияга камайиб борувчи иккиламчи таъсири ва бошқа омиллар ҳисобга олинди.

2006 йил январдан 2009 йил декабргача бўлган давр учун инфляция таргетини 3 фоиз (+/-1 фоиз бандли оралиғи билан) белгиланганлиги эълон қилинди. Ушбу 3 фоиз таргетни танлашда Европа Иттифоқи белгилаган меъёрларга етиб олиш (convergence criteria) мақсади ва тартибга солинадиган нархлардаги олдиндан эълон қилинган ўзгаришлар билан бирга, инфляцияни ҳисоблашда статистик ортиқча баҳолаш билан боғлиқ камчиликлар ҳисобга олинган.

2007 йил март ойида ЧМБ Европа Иттифоқи давлатлари томонидан ўрнатилган барқарор нархлар трендига етиб олиш жараёнини якунига етказиш мақсадида 2010 йил январдан инфляция таргетини ўзгариш оралиғини +/-1 фоиз бандида сақлаб қолган ҳолда 2 фоизгача туширди.

2010 йилдан бери инфляциянинг узоқ муддатли таргетини 2 фоиз (+/-1 фоиз банд) даражасида белгилаб келинмоқда.

<sup>1</sup> Базавий инфляция – тартибга солинадиган нархлар ва маъмурий чоралар (масалан, эгри солиқларнинг оширилиши, субсидияларнинг бекор қилиниши) таъсирига тўғриланган ИНИ. Соф инфляция индекси ичида озиқ-овқат нархлари индекси ва тўғриланган инфляция индекси алоҳида мониторинг ва таҳлил қилинади.

### ***Польша тажрибаси***

Барча ўтиш иқтисодий д давлатлар сингари юқори инфляцияни жловлаш мақсадида 1998 йил сентябрь ойида Польша Миллий Банки (ПМБ) пул-кредит сиёсатини юритиш учун инфляцион таргетлаш режимини қабул қилди. 1998 йил июль ойида инфляция даражаси 11 фоиздан ошиқ бўлган бир пайтда ПМБ 1999 йил учун биринчи қисқа муддатли инфляция таргетини 8-8,5 фоиз оралиғида белгилади.

Инфляцияни пасайтириш мақсадида амалга оширилган бир қатор чора-тадбирлар натижасида инфляция даражаси кутилганидан кўра тезроқ суръатларда пасайишда давом этди. Шундан келиб чиқиб, 1999 йил март ойида инфляция 6 фоизгача тушган бир пайтда, ПМБ пул-кредит сиёсати қўмитаси 1999 йил инфляция таргетини 6,6-7,8 фоиз оралиғига ўзгартиришга қарор қилди.

Бироқ тартибга солинадиган нархларнинг олдиндан эълон қилинмаган ҳолда оширилиши ва таклиф томондан кутилмаган шокнинг юзага келиши натижасида 1999 йилнинг охирига келиб инфляция даражаси 9,8 фоизни ташкил этди.

Польшанинг инфляцион таргетлаш режимига ўтган даврнинг илк йилларидаги тажрибаси шуни кўрсатмоқдаки, тартибга солинадиган нархлар борасида аввалдан эълон қилинган режаларнинг мавжуд эмаслиги туфайли ноаниқликлар сақланиб қолиши ҳамда иқтисодийда ички талабни қондириш учун ишлаб чиқариш салоҳияти етарли даражада ривожланмаганлиги инфляция таргетини белгилашда ҳисобга олиниши керак бўлган муҳим омиллар ҳисобланади.

2000 йил учун мўлжалланган Пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишларида инфляция таргети 5,4-6,8 фоиз оралиғида белгиланди. Пул-кредит сиёсати қўмитаси фоиз ставкасини икки марта (2000 йил февраль ва август ойларида) кўтарди.

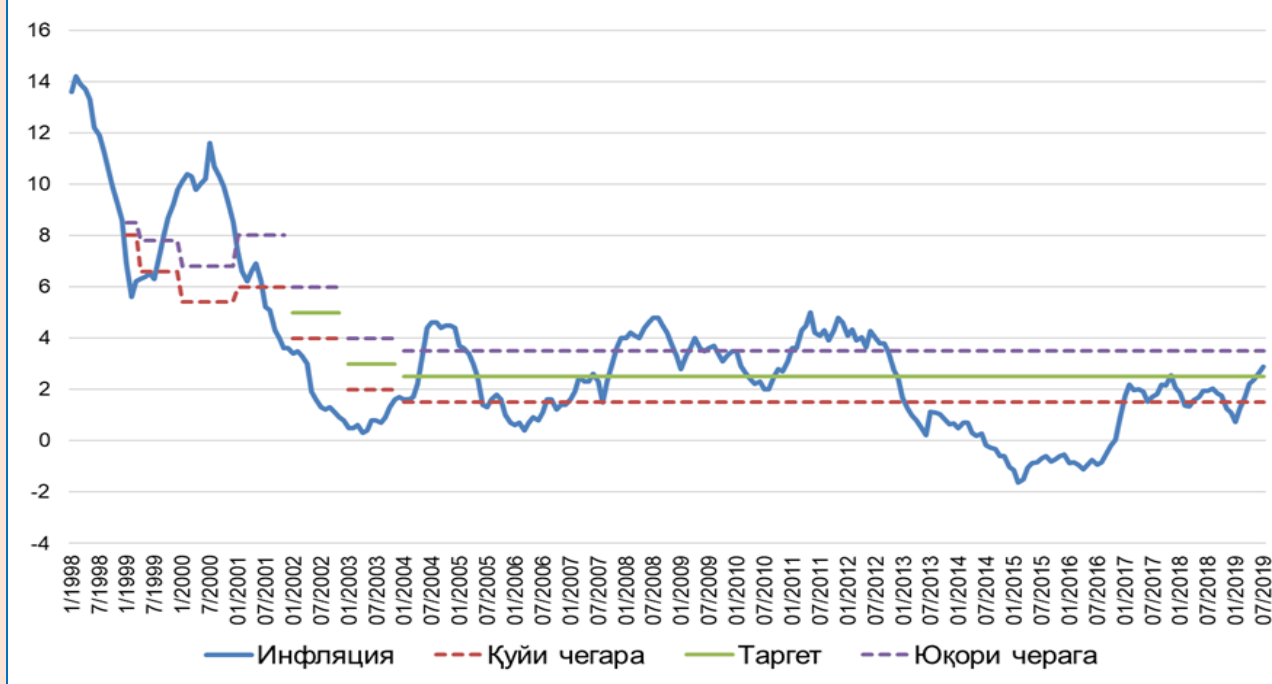
Шунга қарамай, мазкур йилда ПМБ пул-кредит сиёсати таъсиридан ташқарида бўлган номонетар омиллар – баъзи соҳаларда (жумладан, электр энергияси ва газ таъминоти) рақобатнинг етишмаслиги, тартибга солинадиган нархларни эркинлаштириш жараёни давом этаётганлиги сабабли ПМБ инфляциянинг ўрнатилган таргет оралиғида бўлишига эриша олмади.

Қаторасига икки йил давомида инфляция мақсадига эриша олмаганлиги боис ПМБ 2001 йил учун қисқа муддатли инфляция таргетини 6-8 фоиз оралиғида белгилашга қарор қилди. Лекин бу сафар фискал бюджет нобарқарорлиги ва глобал иқтисодий ўсишнинг кескин даражада секинлашиши натижасида юзага келган ноқулай ташқи муҳит Польша иқтисодий таъсир кўрсатди.

Юқорида таъкидланган омиллар 2000 йилда фоиз ставкасининг кўтарилиши таъсирини янада кучайтирди. Бунинг натижасида 2001 йил декабрь ойида йиллик инфляция 3,6 фоизгача тушди.

2002 йилда асосан иқтисодий талаб даражасининг пастлиги сабабли инфляция даражаси мазкур йил учун белгиланган 4-6 фоизли таргет оралиғи қуйи чегарасидан ҳам паст даражада (0,8 фоиз) сақланиб қолди. 2003 йил декабрь ойида инфляциянинг йиллик даражаси 2003 йил учун ўрнатилган қисқа муддатли таргет (3+/- 1 фоиз)дан бир оз пастроқ даражада бўлди.

## Польшада инфляция таргетларининг белгиланиши



**Манба:** Польша миллий банки маълумотлари асосида Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ҳисоб-китоблари.

Польша Миллий банкига инфляцияни иқтисодиёт учун мақбул даражага олиб тушиши учун 5 йилдан зиёдроқ вақт керак бўлди.

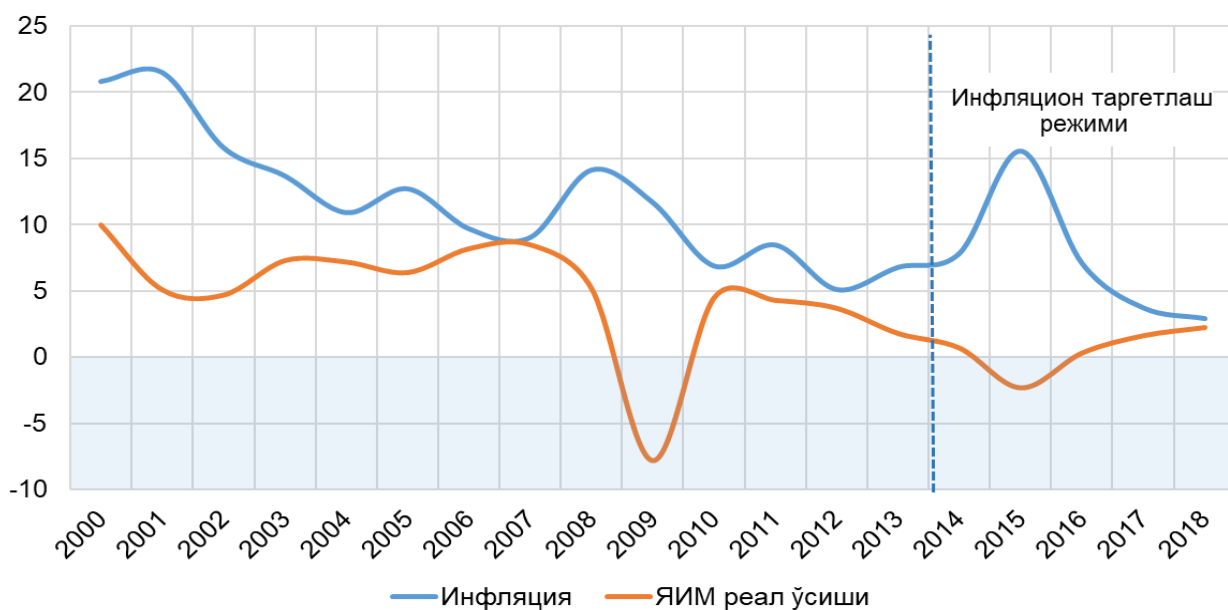
2004 йилдан бери ПМБ инфляция таргетини белгилашда Европа Иттифоқига аъзо бўлиш учун Маастрихт шартномасининг инфляция бўйича меъёрларини ҳамда иқтисодий ўсишни ҳисобга олишга қарор қилди. Мазкур даврдан бошлаб ПМБнинг инфляция бўйича таргетини 1,5-3,5 фоиз оралиғи бўлиб келмоқда.

### **Россия тажрибаси**

2014 йилда нефть нархининг кескин тушиб кетиши, санкциялар ва хорижий капиталнинг қайта чиқиб кетиши, алмашув курсининг юқори суръатлардаги девальвацияси юзага келиши ва тўлов балансининг ёмонлашуви шароитида Россия 2015 йилдан инфляцион таргетлаш режимига ўтганини эълон қилди. Биринчи навбатда Россия банки эркин алмашув курси режимига ўтиш жараёнини якунига етказди. Шу билан бирга, асосий фоиз ставкаси кескин даражада – 9 фоиздан 17 фоизга кўтарилди.

Россия ҳукумати ва Марказий банки томонидан инфляцион таргетлаш режимига ўтиш мақсадида амалга оширилган чора-тадбирлар, хусусан пул-кредит сиёсатининг қатъийлаштирилиши, давлат харажатларининг «бюджет қондаси» доирасида амалга оширилиши, қишлоқ хўжалиги соҳасидаги таркибий ўзгартиришлар натижасида озиқ-овқат маҳсулотлари ишлаб чиқариш ҳажмларининг кенгайиши ва бошқа чоралар қисқа муддатларда инфляцияни пасайтиришга ва бозорнинг инфляцион кутилмаларини жиловлаш («якорлаш»)га имкон берди. 2018 йилда инфляция даражаси ўзининг энг паст даражасини қайд этди.

Россияда инфляция даражаси ва ЯИМ реал ўсиши



**Манба:** Россия банки маълумотлари асосида Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ҳисоб-китоблари.

Россия иқтисодиётининг ташқи шокларга мослашувчанлиги ошди. Алмашув курси тебранувчанлиги дастлаб бир неча бор кўтарилган бўлса-да, кейинчалик ўзининг фундаментал трендига қайтди.

Шунингдек, инфляцион таргетлаш режимига ўтиш пул-кредит сиёсати бўйича қабул қилинган қарорлар трансмиссион каналлари самарадорлигини оширишга ҳамда фоиз ставкаларини аста-секин туширишга ёрдам берди.

Умуман олганда, 2007-2009 йиллардаги глобал молиявий-иқтисодий инқироз давридаги иқтисодий талофатлардан фарқли ўлароқ, Россия банкнинг инфляцион таргетлаш режимига муваффақиятли ўтиши 2015 йилда Россия иқтисодиётида юз берган молиявий инқироздан катта йўқотишларсиз ўтишга ёрдам берди.

## II. 2020-2022 йилларда иқтисодий ривожланиш шароитлари ва сценарийлари

### 2.1. Ўрта муддатли истиқболдаги (2020-2022 йиллар) иқтисодий ривожланиш шарт-шароитлари

Марказий банк пул-кредит сиёсати борасидаги қарорларини биринчи ўринда ўрта муддатли истиқболдаги макроиқтисодий прогнозлари ва кенг қамровли таҳлиллар асосида қабул қилади. Прогноз кўрсаткичларини ишлаб чиқишда миллий иқтисодиёт ривожланиши, инфляция динамикасининг ички ва ташқи омиллари, шу билан бирга, макроиқтисодий сиёсатнинг шарт-шароитларини ҳисобга олади.

*Прогнозлаш моделлари пул-кредит сиёсати чораларининг молиявий шарт-шароитларга ўзгартириш киритиш орқали реал сектор ҳолати ва нархлар динамикасига таъсирини ҳисобга олиш имконини беради.*

Марказий банк томонидан 2020-2022 йилларда иқтисодиёт ривожланишининг **асосий сценарийси** билан биргаликда **муқобил сценарийси** ҳам ишлаб чиқилди. Бу, ўз навбатида, хатарлар содир бўлишининг эҳтимолий оқибатларини баҳолашга ва уларнинг олдини олиш чораларини ишлаб чиқишга имконият яратади.

2020-2022 йиллар учун прогноз кўрсаткичларини ишлаб чиқишда таркибий ислохотларнинг амалга оширилиши давомида иқтисодиётдаги нархлар динамикасига таъсир кўрсатувчи фундаментал омилларнинг турлари ва таъсир доираси ўзгариб бориши

инобатга олинди. Хусусан, прогнозда ҳисобга олинган шароитлар ташқи савдонинг эркинлашуви ва солиққа тортишни такомиллаштириш соҳасида олиб борилаётган ислохотлардан кўзланган мақсадларнинг ўз вақтида ва самарали бажарилишини назарда тутди.

Шунингдек, ташқи шароитлар Ўзбекистоннинг халқаро савдода ҳозирги мавқеини сақлаб қолиши, хусусан, хомашё (табiiй газ, мис, пахта толаси), текстиль маҳсулотлари, олтин, мева ва сабзавотлар экспортнинг асосий қисмини ташкил этиши, трансчегаравий пул ўтказмалари динамикаси, жаҳон хомашё бозорларидаги нархларнинг ўзгариши ҳамда асосий савдо ҳамкор давлатларнинг ижтимоий-иқтисодий ҳолати билан белгиланади.

Иқтисодиётда таркибий ўзгаришлар, маҳаллий ишлаб чиқаришни ривожлантириш ва кенгайтириш жараёнлари маълум бир даврни талаб қилишини ҳисобга олиб, истеъмол таркибида импорт улуши нисбатан юқори даражада сақланиб қолиши тахмин қилинмоқда. Бунинг натижасида ички истеъмол нархларининг ташқи товар бозорлари конъюнктураси ҳамда алмашув курсига таъсирчанлиги давом этади. Шу билан бирга, инфляция кутилмаларининг пасайиб бориши ва пул-кредит сиёсатига бўлган ишончнинг ортиб бориши билан инфляциянинг бир марталик омилларга таъсирчанлиги тобора пасайиб боради.

Таркибий ислохотларнинг иқтисодийга ижобий таъсири аста-секинлик билан намоён бўлади, уларнинг 2022 йилнинг охирига келиб ЯИМнинг барқарор ўсишига ҳиссаси сезила бошлайди.

Шу билан бирга, 2020-2022 йилларда макроиқтисодий сиёсат барқарор ва инклюзив иқтисодий ривожланиш шароитларини яратишга асос бўладиган нархлар ва молиявий барқарорликни таъминлашга йўналтирилиши кутилмоқда, бу эса, ўз навбатида, иш-билармонлик муҳитидаги ноаниқликларни камайтиришга ёрдам беради.

Қайд этилган ва бошқа омиллар макроиқтисодий прогноз учун асос бўлиб, пул-кредит сиёсати юритилишининг ички ва ташқи шарт-шароитларини шакллантирди.

## 2.2. 2020-2022 йилларда кутилаётган ички иқтисодий шароитлар

**Ички иқтисодий шароитлар сифатида, биринчи навбатда, иқтисодийдаги таркибий ўзгаришларнинг давом эттирилиши, хусусан йиғма бюджет ижроси, ёқилғи-энергетика маҳсулотлари нархларининг эркинлаштирилиши, ташқи савдо шароитларининг янада тартибга солиниши ва бошқалар ҳисобга олинади.**

Экспортга нисбатан юқоридаги ҳажмдаги импортга бўлган талабнинг сақланиб қолиши натижасида жаҳон бозори конъюнктурасининг ички ишлаб чиқариш, даромад, истеъмол ва нархлар динамикасига таъсири давом этади.

**Тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ва экспортни ривожлантиришга йўналтирилган чоралар самарадорлигининг оширилиши ҳамда эркин шаклланивчи валюта курси режимининг амал қилиши, 2020-2022**

**йилларда, пул ўтказмалари ҳажмининг жорий ўсиш суръатлари сақланиб қолиши билан бир қаторда, мамлакат ташқи савдо балансининг мувозанатга келишини таъминлайди. Шу билан бирга, Марказий банк валюта курсининг ўзгаришига олиб келадиган омилларнинг табиатини ва уларнинг инфляция динамикасига ва инфляцион кутилмаларга таъсирини баҳолаб боради.**

Прогноз даврида миллий иқтисодийнинг ўсиш потенциали ижтимоий ва саноат инфратузилмаларининг ҳолати, мавжуд транспорт инфратузилмаларининг бандлик даражаси билан чегараланади.

Бошқа томондан, иқтисодийда ташкилий бошқарув сифатининг пастлиги, иқтисодийнинг монополлашуви даражаси юқорилиги ҳамда иқтисодий фаол аҳолининг малакаси билан боғлиқ меҳнат унумдорлигининг пастлиги иқтисодийнинг ўсиши ва модернизациясига салбий таъсир этувчи омил бўлиб ҳисобланади.

Хусусий компанияларга ёқилғи-энергия соҳасида фаолият олиб боришига рухсат берилиши орқали ишлаб чиқариш қувватларини ва энергия таъминоти инфратузилмаси тармоғини кенгайтириш, мавжуд автомобиль йўллари ҳолатини лозим даражада сақлаш, давлат-хусусий шерикчилик амалиётидан фойдаланган ҳолда йўл инфратузилмасини кенгайтириш, темирйўл ва ҳаво йўллари инфратузилмаларидан хусусий транспорт операторларига тижорат асосида фойдаланишга рухсат бериш бўйича чоралар амалга оширилиши ички бозорда истеъмол товарлари таннархининг шаклланишига ва инфляцияни пасайтиришга ижобий таъсир кўрсатади.

Бундан ташқари, 2020-2030 йилларда **қишлоқ хўжалигини ривожлантириш стратегиясининг** самарали амалга оширилиши, жумладан, қишлоқ хўжалиги маҳсулотларини қайта ишлаш ва сақлаш қувватларининг кенгайтирилиши ҳамда улгуржи-тақсимлаш марказлари тармоғи ривожлантирилиши ички бозорнинг қишлоқ хўжалиги маҳсулотлари билан таъминланганлик даражасини оширишга ва нархларнинг мавсумий тебранишини камайтиришга ёрдам беради.

Шу билан бирга, энергия самарадорлигининг ва ишлаб чиқарилаётган маҳсулотлардаги энергия истеъмолининг халқаро стандартлари ва нормаларини ҳамда корхоналарнинг иш фаолияти самарадорлиги кўрсаткичини (KPI) амалиётга жорий қилиш, инсон капиталини ривожлантиришга сармоялар йўналтириш орқали меҳнат ресурсларининг малакасини ошириш, монопол ва давлат корхоналари маҳсулотлари нархи шакллантирилишининг шаффофлигига эришиш каби омиллар ёрдамида ишлаб чиқариш самарадорлигини оширишга алоҳида эътибор қаратиш талаб этилади. Бу эса иқтисодиёт секторларида бошқарув сифати ва меҳнат унумдорлиги ошишига хизмат қилади.

**Хусусий мулк** ҳуқуқларини ҳимоя қилишни кучайтириш, рақобат бозорларида давлат улушини қисқартириш, монополияга қарши курашиш тартибини такомиллаштириш орқали **соғлом рақобат муҳитини** ривожлантириш, ўз навбатида, бозор иштирокчилари сонининг кўпайишига ва миллий маҳсулот турларининг кенгайишига олиб келади.

Келгуси уч йиллик муддатда миллий иқтисодиётнинг таркибий хусусиятлари

иқтисодий фаолият динамикасини белгилаб, пул-кредит сиёсатини амалга оширишга ўз таъсирини кўрсатади. Иқтисодий ўсишнинг потенциалини кенгайтириш мақсадида таркибий ислохотлар самарадорлигини оширишга ва юқорида қайд этилган муаммоларни бартараф этишга, шунингдек, иқтисодий муносабатлардаги барча иштирокчиларнинг саъй-ҳаракатларини фаоллаштиришга йўналтирилган давлат сиёсати чораларини кўриш талаб этилади.

**Солиқ ислохотларининг давом эттирилиши ва бюджет қоидаларидан фойдаланган ҳолда давлат бюджетини консолидациялаш ички шарт-шароитларнинг иккинчи муҳим омили ҳисобланади.**

Солиқ маъмуриятчилигини такомиллаштириш бўйича кўрилаётган чоралар, ҚҚС базасининг кенгайтирилиши ҳамда солиқ тизимидаги сифат ўзгаришлари ўрта муддатли даврда маълум даражада тайёр маҳсулот нархларида ўз аксини топади.

Рақобат муҳитини яхшилаш ва солиққа тортиш самарадорлигини ошириш мақсадида 2019 йил 1 октябрдан бошлаб ҚҚС бўйича имтиёзлар бекор қилинди, шу билан бирга, ҚҚСнинг асосий ставкаси пасайтирилди. Айрим ижтимоий аҳамиятга эга озиқ-овқат ва қишлоқ хўжалиги маҳсулотларига, шунингдек, қурилиш материаллари ва эҳтиёт қисмларга берилган имтиёзлар бекор қилинди. Қисқа муддатда ушбу чора инфляциявий характерга эга бўлиши мумкин, бироқ ҚҚСнинг асосий ставкаси 20 фоиздан 15 фоизгача пасайтирилиши, ўз навбатида, юзага келиши мумкин бўлган инфляцион босимнинг олдини олади.



Шу билан бирга, солиқ маъмуриятчилигини соддалаштириш, самарадорлигини ошириш ва солиқ юкини камайтириш бўйича ислохотларнинг давом эттирилиши ички бозорда маҳсулот таннархининг пасайишига, бу эса хуфёна иқтисодиётдаги товар айланмасининг камайишига ҳамда соғлом рақобатнинг ривожланишига олиб келади ва натижада нархлар барқарорлигига ижобий таъсир кўрсатади.

Давлат қарзини молиялаштириш учун ташқи манбаларни жалб қилишда йиллик меъёр белгилаш орқали қарз олишда эҳтиёткорона ёндашувнинг қўлланилиши давлат молиясининг барқарорлигини таъминлашга хизмат қилади.

Шунингдек, давлат молиясини такомиллаштириш жараёнида бюджетдан ташқари жамғармалар ҳамда Тикланиш ва тараққиёт жамғармасининг ягона бир **фискал баланс таркибида консолидация** қилиниши иқтисодиётга давлат молияси томонидан бўладиган таъсирларни тўлиқ баҳолаш ва пул-кредит сиёсати билан солиқ-бюджет сиёсатини ўзаро мувофиқ тарзда олиб боришга имкон беради.

Шунингдек, **имтиёзли кредитлаш** амалиётининг бозор механизмларига ўтказилиши кредит бозоридаги номутаносибликларни бартараф қилади ҳамда марказлашган манбалар ҳисобидан ажратиладиган қарз маблағларидан самарали фойдаланилишига олиб келади.

Юқорида келтирилган чораларнинг амалга оширилиши ҳамда давлат хизматчилари **иш ҳақининг** инфляциянинг мақсадли даражасидан ошмаган миқдорда индексация қилиб борилиши келгуси 3 йил давомида

бюджет харажатлари томонидан қўшимча инфляцион босимни келтириб чиқармайди.

**Ички шароитларнинг учинчи шarti сифатида тартибга солинадиган нархларни эркинлаштириш жараёнларининг самарали амалга оширилиши назарда тутилган.** Ёқилғи-энергетика маҳсулотлари нархлари эркинлаштирилиши доирасида тартибга солинадиган нархлар ва тарифларнинг ошиши инфляцион босим юзага келишининг объектив омилдир. Ушбу нархларни ишлаб чиқариш таннархи даражасига мослаштириш шароитида кейинги йилларда ҳам энергия ресурслари нархларининг инфляцияга босими сақланиб қолади.

Айни пайтда нархларни эркинлаштириш жараёнининг кечиктирилиши инфляцион кутилмаларнинг доимий юқори даражада сақланиб қолишига олиб келади ва мазкур ислохот самарадорлигини пасайтиради. Ўз навбатида, инфляция даражаси юқорилиги ва миллий валюта қадрсизланишининг тезлашиши реал нархларнинг ишлаб чиқариш таннархи даражасига кўтарилишига тўсқинлик қилади, бу эса, ўз навбатида, ушбу соҳаларнинг потенциал сармоядорлар учун жозибадорлигини пасайтиради.

Табиий монополияларнинг нархлари динамикаси истеъмол саватидаги аксарият маҳсулот ва хизматлар нархларига таъсир кўрсатади. Бундай вазиятда, тартибга солинадиган нархларни таннарх даражасига тезроқ етказиб, келгусида инфляция таргетидан ошмаган даражада индексациялаш мақбул ечим ҳисобланади. Бунда, ўрта муддатли истиқболда истеъмол нархлари ўсиш суръатлари инфляциянинг

мақсадли кўрсаткичидан юқорилаб кетмаслиги муҳим аҳамият касб этади.

Шу билан бирга, тартибга солинадиган нархларни индексация қилиш тартибини меъёрий ҳужжатлар билан белгилаш, инфляциянинг мақсадли кўрсаткичларини ҳисобга олган ҳолда ўрта муддатли истиқболда тартибга солинадиган нархларни ошириш сана ва муддатларининг эълон қилиниши ҳамда нархларни эркинлаштириш ислоҳотининг моҳияти, мақсади ва бу борада эришилган натижаларни тушунтириш бўйича кенг қўламли коммуникацион сиёсатнинг олиб борилиши иқтисодиётда инфляцион кутилмаларни пасайтиришга ёрдам беради.

### **Тўлов баланси**

Инфляцион таргетлашга ўтиш даврида қатъий пул-кредит сиёсатининг юритилиши ва фискал баланс тақчиллигининг минималлашуви жараёнида барқарор иқтисодий ўсиш суръатларини таъминлашда хусусий ва хорижий инвестициялар муҳим аҳамият касб этади.

Прогноз қилинаётган йилларда ҳам дастлабки ҳисоб-китобларга кўра тўлов баланси таркибида жорий ҳисоблар балансининг манфий сальдоси сақланиб қолади. Хусусан, 2020-2022 йилларда жорий ҳисоблар балансининг манфий сальдоси ЯИМга нисбатан 6-7 фоизни ташкил қилиши кутилмоқда. Ушбу тақчилликнинг асосан ташқи молиявий ресурслар (инвестициялар ва қарзлар) ҳисобидан қопланиши валюта курсига кескин девальвацион босим юзага келтирмаслиги тахмин қилинмоқда.

### **2.3. Ташқи иқтисодий шароитлар**

**Ўрта муддатли истиқболда жаҳон иқтисодиёти ўсишининг секинлашуви ва хомашё нархларининг сезиларсиз тебранишлари кутилмоқда.**

Ўзбекистоннинг асосий савдо ҳамкор давлатларида иқтисодий шароитлар жаҳон иқтисодиёти ўсиш суръати секинлашиши таъсирида шаклланади. Хусусан, Россия, Қозоғистон ва Туркия марказий банклари ўз сиёсатларини нарх барқарорлигини таъминлашга йўналтириши кутилаётган бўлса, Хитой миллий ишлаб чиқаришнинг рақобатбардошлигини ошириш мақсадида миллий валютасини қадрсизлантиришдан фойдаланиши мумкин.

Умуман олганда, Ўзбекистоннинг асосий савдо ҳамкорлари атрофидаги ҳозирги кундаги геосиёсий вазият ташқи иқтисодий шароитлар ноаниқлигининг асосий манбаи бўлиб қолади.

2020-2022 йилларда асосий савдо ҳамкор давлатлар иқтисодиётларида ўсишнинг бир оз секинлашиши тахмин қилинмоқда. Жумладан, прогноз даврида Россия иқтисодиётига нисбатан халқаро молиявий санкцияларнинг сақлаб турилиши иқтисодий ўсишнинг секинлаштирувчи омили бўлиб қолиши кутилмоқда.

Ушбу ҳолатда Россия иқтисодиётини ривожлантиришда ички манбаларга кўпроқ эътибор қаратишга ҳаракат қилади ва бу жараён Россияда ички инвестициявий жараёнларни фаоллаштиради, бу, ўз ўрнида, меҳнат ресурсларига қўшимча талабни шакллантиради.

## Асосий савдо ҳамкор давлатларнинг макроиқтисодий кўрсаткичлари прогнози

(ЯИМ ўсиш суръати ва инфляция фоизда,  
қолган барча кўрсаткичларнинг ЯИМга нисбатан фоиздаги улуши)

	2019*	2020	2021	2022
<b>Россия</b>				
ЯИМ	1,1	1,9	2,0	2,0
Инфляция	4,7	3,5	4,0	4,0
Экспорт	30,1	30,5	30,7	30,9
Импорт	22,1	22,9	23,7	24,3
Ташқи қарз	27,2	26,8	27,0	27,4
<b>Хитой</b>				
ЯИМ	6,1	5,8	6,0	5,7
Инфляция	2,3	2,4	2,8	2,9
Экспорт	17,6	16,9	16,2	15,5
Импорт	14,5	14,0	13,5	13,0
Ташқи қарз	14,9	14,7	14,4	14,1
<b>Қозоғистон</b>				
ЯИМ	3,8	3,9	3,3	3,3
Инфляция	5,3	5,2	3,6	4,2
Экспорт	36,7	34,5	32,5	30,6
Импорт	23,9	23,2	22,5	21,5
Ташқи қарз	95,3	95,1	93,3	91,1
<b>Туркия</b>				
ЯИМ	0,2	3,0	3,6	3,6
Инфляция	15,7	12,6	8,0	8,0
Экспорт	5,1	4,6	4,1	4,4
Импорт	3,8	3,8	3,5	3,6
Ташқи қарз	54,6	54,3	53,6	52,9

\* қутилаётган

Манба: Халқаро валюта жамғармаси, [www.imf.org](http://www.imf.org).

Бундан ташқари, Россиянинг ташқи молиявий фаолияти учун бозор иқтисодиётига ўтувчи мамлакатлар, хусусан, Марказий Осиё давлатларининг ёқилғи-энергетика соҳасига инвестиция киритиш жозибадор йўналиш бўлиб қолади.

Шу нуқтаи назардан, Россиядан Ўзбекистонга пул ўтказмалари ва инвестициялар оқими жорий динамикасининг сақланиб қолиши тахмин қилинмоқда.

Шу билан бирга, Хитой иқтисодиёти ривожланиш динамикасида АҚШ билан савдо алоқаларининг ёмонлашиши туфайли инвестицияларни ички ишлаб чиқаришни

қўллаб-қувватлашга йўналтириш ва минтақадаги қўшни давлатлар билан иқтисодий лойиҳаларни амалга оширишнинг фаоллашуви кузатилиши мумкин.

Ўзбекистон маҳсулотларига ташқи талаб даражаси сақланиб қолиши ва экспорт ҳажмининг (хусусан, хизматлар соҳасида) ўсиб бориши қутилмоқда ҳамда прогноз даври давомида ташқи савдо муносабатлари таркиби сезиларли даражада ўзгармаслиги тахмин қилинмоқда.

Шу билан бирга, жаҳон иқтисодиётида саноат маҳсулотлари ишлаб чиқариш суръатининг қутилаётган пасайиши ҳамда

халқаро резерв валюталарининг эҳтимолий қадрсизланиши қимматбаҳо металллар ва хомашё нархлари тебранишлари ошишига туртки беради.

#### 2.4. Асосий сценарий

**2020-2022 йилларда иқтисодий вазиятнинг кутилаётган асосий ўзгаришлари сифатида иқтисодий ўсиш жорий суръатларининг сақланиб қолиши, олиб борилаётган таркибий ислохотларнинг босқичма-босқич давом эттирилиши ва жаҳон иқтисодиётидаги умумий ўсиш суръатларининг бир оз секинлашуви назарда тутилмоқда.**

Ушбу сценарийга кўра, ЯИМнинг 2019 йил якунлари бўйича реал ўсиши дастлабки ҳисобкитобларга кўра **5,6 фоизни**, 2020 йилда эса **5,2-5,5 фоизни** ташкил этиши, шунингдек, 2021-2020 йилларда **5,5-5,8 фоизгача** тезлашиши прогноз қилинмоқда.

Шу билан бирга, мазкур сценарийда асосий савдо ҳамкор давлатларда иқтисодий фаоллик бир оз пасайишдан сўнг аста-секин тикланиши, улардаги инфляция даражаси эса мақсадли кўрсаткичлар яқинида бўлиши ва миллий валюталарнинг АҚШ долларига нисбатан мўътадил девальвацияси асосий макро-иқтисодий ўзгаришлар сифатида қабул қилинмоқда.

Бунда, 2020-2022 йиллар охирига қадар мамлакат импорти ўсиш суръатларининг тобора пасайиб бориш тенденцияси билан бирга, ташқи савдо айламасининг барқарор ўсиш суръатлари сақланиб қолади.

Жаҳон бозорларида нархларнинг қулай шаклланиши ва экспортни кенгайтиришга қаратилган чоралар натижасида мамлакатимизда товар ва хизматлар экспорт ҳажмининг (олтинни ҳисобга олмаганда) йиллик 10 фоиз даражасида ўсиб бориши тахмин қилинмоқда. Бунда, асосий экспорт

маҳсулотларимизнинг жаҳон бозорларидаги нархлари кам ўзгарувчанлик билан шаклланиши назарда тутилган.

Шу билан бирга, Хитойда саноат ишлаб чиқаришининг секинлашиши туфайли газ ва мис нархлари пасайиши, АҚШ Федерал резерв тизими ва Европа Марказий банкининг пул-кредит шароитларини «юмшатиб» боришлари натижасида олтин нархларининг барқарор бўлиши кутилмоқда. Бу, ўз навбатида, экспорт тушумлари бўйича ўсувчан динамиканинг сақланиб қолишига хизмат қилувчи омиллардан бири ҳисобланади.

Инвестицион муҳитнинг яхшиланиши натижасида ташқи, шу жумладан, тўғридан-тўғри инвестициялар ўсиш суръатларининг ошиши прогноз қилинмоқда. Бу, ўз навбатида, тўлов баланси жорий ҳисобварағининг манфий сальдосини молиялаштиришнинг асосий манбаларидан бири бўлиб хизмат қилади.

Солиқ-бюджет соҳасида **умумий фискал дефицитнинг** бир маромда пасайиб бориши ва **давлат ташқи қарзи** миқдорининг белгиланган параметрлар доирасида бўлиши кутилмоқда.

Бунда, умумий фискал баланс 2020 йилда ЯИМга нисбатан **2,7 фоиздан** ошмаслиги ва 2023 йилга келиб **1,5 фоизгача** пасайиши кутилмоқда.

**Тартибга солинган нархлар** борасида асосий сценарийга кўра ёқилғи-энергетика маҳсулотлари нархларини таннарх даражасига қадар эркинлаштириш жараёнларининг **2022 йилга қадар босқичма-босқич тугатилиши** ва бунда ушбу жараённинг инфляцияга таъсирини имкон қадар минималлаштирган ҳолда амалга оширишга алоҳида эътибор қаратилади.

Марказий банк томонидан асосий сценарий шарт-шароитларида **2020 йил охирига йиллик инфляция 12-13,5 фоиз оралиғида** бўлиши прогноз қилинмоқда ва мақсадли кўрсаткичлар ўртасидаги фарқни босқичма-босқич қисқартириб, 2021 йилда бир хонали сон даражасига, 2023 йилда инфляциянинг асосий таргети – **5 фоиз даражасига** эришиш мўлжалланмоқда.

Ушбу кўрсаткичларга эришишда, энг аввало, мувофиқлаштирилган макроиқтисодий сиёсат юритилиши, фискал сиёсатнинг юқорида келтирилган кўрсаткичлар доирасида ижро этилиши, пул-кредит сиёсатининг бир маромда қатъий даражада юритилиши ва **таркибий ислохотларнинг самарали олиб борилиши** асосий омил бўлиб ҳисобланади.

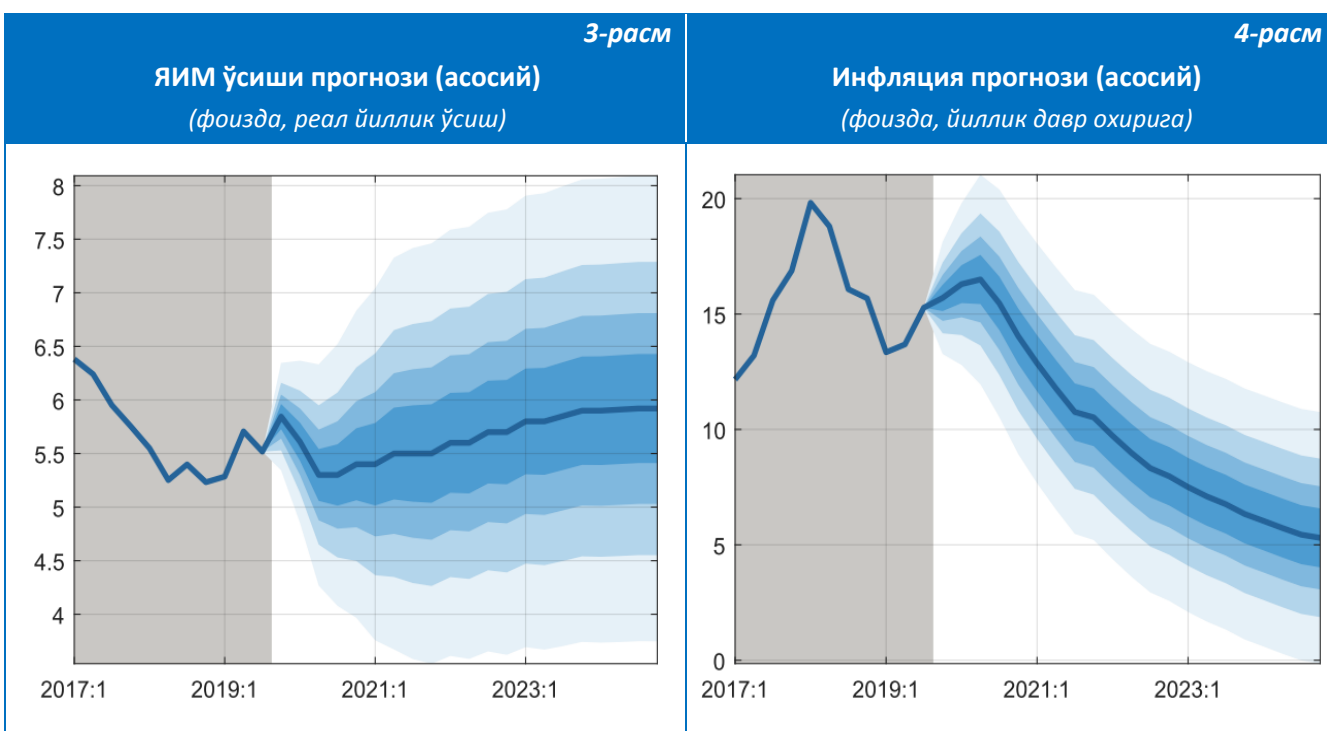
Айни пайтда, бошланган таркибий ислохотларнинг изчил давом эттирилиши, хусусан, иқтисодиётда рақобат муҳитини яхшилаш, таннархни пасайтириш, ишлаб чиқариш самарадорлигини ошириш ва хуфёна иқтисодиётни қисқартиришга қаратилган

чораларнинг самарали амалга оширилиши кутилмоқда.

Асосий сценарий шароитлари доирасида инфляцияга **номонетар омиллар таъсирини** пасайтиришда Марказий банк томонидан уларни юзага келтирувчи омилларни батафсил таҳлил қилган ҳолда ҳар бир омилни пасайтириш бўйича асослантилган **таклифлар ишлаб чиқилади** ва Ҳукуматга ҳамда тегишли вазирлик ва идораларга **киритиб борилади**.

Номонетар омилларни пасайтиришда Ҳукумат, Марказий банк ҳамда барча вазирлик ва идоралар ҳаракатларини бирлаштириш ҳамда мувофиқлаштириш муҳим аҳамият касб этади.

**Пул-кредит сиёсати.** Асосий сценарийга кўра пул-кредит сиёсатининг амалдаги мўътадил даражадаги **қатъий шароитлари** сақланиб қолади. Келгуси йилларда асосий ставка динамикаси ва ўзгариш траекторияси инфляция даражаси ўзгариши ҳамда ички ва ташқи шароитлардан келиб чиқиб мос равишда ўзгартириб борилади.



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Асосий сценарийда кўзда тутилган шароитлар юз берган ҳолатда **иқтисодийни кредитлаш** ҳажмлари ўсиш суръатларининг ялпи ички маҳсулот номинал ҳажмининг ўсиш суръатларига мутаносиб равишда **20-25 фоиз** атрофида (валюта курси ўзгаришларини ҳисобга олмаганда) бўлиши таъминланади.

Бунда, пул-кредит шароитлари билан биргаликда **макропруденциал чоралардан** ҳам самарали фойдаланилади ва пруденциал инструментлар қатори кенгайтирилиб, такомиллаштириб борилади. Пруденциал чораларни қўллашда кредитлаш бозорида шаклланган ҳолат ва молиявий барқарорликни таъминлаш мақсадларидан келиб чиқилади.

Ушбу сценарийда операцион мақсаддан келиб чиқиб, яъни банклараро пул бозоридаги фоиз ставкалари Марказий банкнинг асосий ставкасига **яқин даражада (фоиз коридори доирасида)** шаклланиши учун пул-кредит инструментларидан фаол фойдаланилади.

Марказий банк 2020 йилдан бошлаб инфляцион таргетлаш режимига ўтишни жадаллаштириш борасидаги пул-кредит сиёсати операцион механизмини **инфляцион таргетлаш стандартларига мослаштириш** доирасида операцион механизмни бутунлай қайтадан кўриб чиқади ва янгилайди.

Пул бозоридаги фоиз ставкаларини тартибга солишда ва уларнинг Марказий банк **асосий фоиз ставкаси коридори оралиғида** бўлишини таъминлашда инструментлар гуруҳи танлаб олинади. Ликвидлик даражасининг профицити шаклланган ҳолатларда асосий инструментлар Марказий банкнинг аукцион шаклида ўтказиладиган

икки ҳафталик депозит операциялари бўлади. Дастлабки ҳисобларга кўра, ушбу операцияларнинг ойлик ҳажми **400-500 млрд.** сўм атрофида баҳоланмоқда. Ушбу миқдордаги операциялар ҳар ҳафта доимий асосда ўтказиб борилади.

Алоҳида ҳолатларда ликвидликни узоқроқ муддатга жалб қилиш учун иқтисодий асослар шаклланган вазиятда Марказий банк облигациялари муомалага чиқарилиши мумкин. 2020 йил учун чиқарилиши мўлжалланаётган облигациялар ҳажми **1-1,5 трлн.** сўм атрофида баҳоланмоқда.

Шунингдек, пул бозори фоиз ставкаларидаги қисқа муддатли тебранишларнинг олдини олиш, уларнинг фоиз коридори доирасида шаклланиши ва банклараро тўлов тизимининг узлуксиз ишлашини таъминлаш мақсадида доимий тусдаги бир кунлик **овернайт депозитлар ва кредитлар** бўйича операциялар ҳам доимий равишда ўтказиб борилади.

Ўз навбатида, ушбу операциялар бўйича фоиз миқдорлари **асосий фоиз ставкаси** коридорининг юқори ва қўйи чегараси доирасида ўрнатилиб, пул бозоридаги фоиз ставкаларининг шу коридор оралиғида шаклланишига хизмат қилади.

Шунингдек, Марказий банкнинг **ички валюта бозоридаги операциялари** монетар олтинни харид қилиш натижасида вужудга келган ортиқча ликвидликни стерилизация қилиш мақсадларида амалга ошириб борилади. Бунда, валюта бозорининг такомиллаштирилиши билан ушбу интервенцияларни ўтказиш амалиёти ўзгартириб борилади.

Таъкидлаш лозимки, давлат ва хусусий секторнинг ташқи қарзи миқдори сезиларли даражада ошиб бориши ўрта ва узоқ муддатли истиқболда ташқи қарзга хизмат қилиш мақсадида ички валюта бозорида қўшимча талабни вужудга келтириши мумкин. Бунда, келгусида ушбу омилларнинг валюта курсига девальвацион таъсирининг олдини олиш мақсадида Марказий банк амалдаги интервенциялари стратегиясига ўзгартириш киритилиши мумкин.

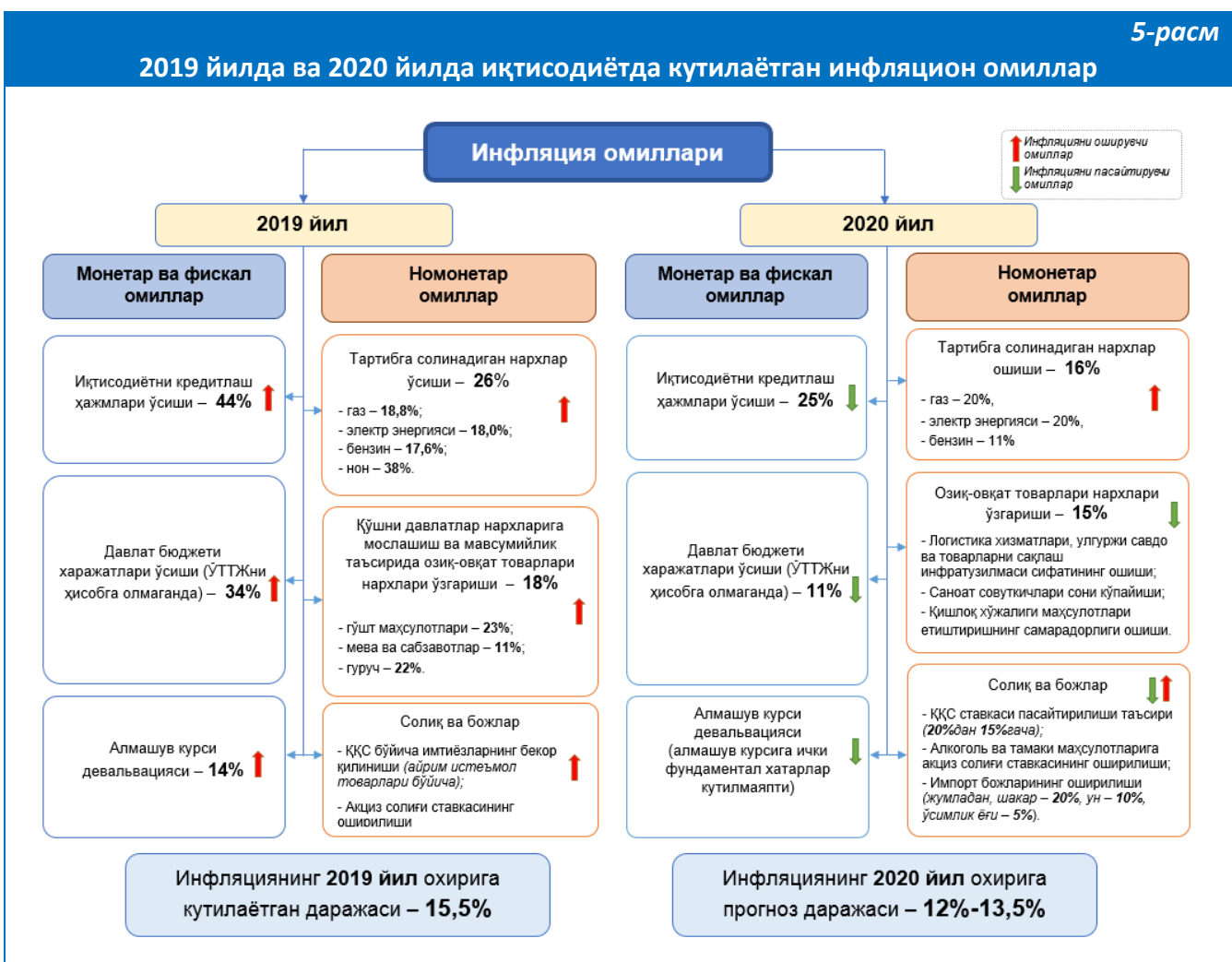
Бунда, ички валюта бозоридаги интервенцияларни амалга ошириш ҳажмлари маълум миқдорда қисқартирилиб, олтин-валюта захиралари ошишига имконият яратилади. Интервенциялар миқдорининг

камаиши ҳисобига стерилизация қилинмай қолган қўшимча ликвидлик бошқа пул-кредит инструментлари билан стерилизация қилиб борилади.

### 2020 йилда инфляцияга таъсир этувчи омиллар

Юқорида таъкидланганидек, келгуси йилларда инфляция даражаси монетар, фискал ва номонетар омиллар таъсирида шаклланади.

Ҳисоб-китобларга кўра, 2020 йилда инфляциянинг монетар ва фискал омиллари таъсири асосан пасайтирувчи хусусиятга эга бўлиши кутилмоқда.



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Хусусан, иқтисодийнинг **кредитлаш ҳажмлари** ўсиши 2019 йил охирига қадар 44 фоизни ташкил этиши инфляцияга оширувчи таъсир кўрсатаётган бўлса, 2020 йилда кредитлар ўсишининг ЯИМ номинал ҳажми ўсиши доирасида бўлиши инфляцияга қўшимча босимни вужудга келтирмайди.

**Давлат бюджети харажатларининг** (Тикланиш ва тараққиёт жамғармаси ҳисобга олинмаган) 2019 йилда 34 фоизга ошиши инфляцияни ошириш характериға эға бўлса, 2020 йилда давлат бюджетининг харажатлари тасдиқланган параметрлар доирасида бўлиши инфляцияга жиловловчи таъсир кўрсатади.

Келгуси йилда **алмашув курси** шаклланишиға сезиларли даражада таъсир этувчи ва унинг кескин девальвациясига сабаб бўлувчи фундаментал омилларнинг кузатилмаслиги тахмин қилинмоқда. Шу нуқтаи назардан, алмашув курси ўзгаришининг инфляцияға таъсири 2019 йилдагиға нисбатан кам бўлиши кўзда тутилмоқда.

2020 йилда инфляциянинг **номонетар омиллари таъсири икки хил йўналишда** бўлиши ва умуман олганда 2019 йилдагиға нисбатан **паст даражада бўлиши** прогноз қилинмоқда.

Хусусан, **тартибға солинадиган нархларнинг** босқичма-босқич оширилиши шароитида уларнинг инфляция даражасига таъсири сақланиб қолади ва оширувчи хусусият касб этади.

Логистика хизматлари, улгуржи савдо ва товарларни сақлаш инфратузилмаси сифатини ошириш, саноат совуткичлари сонини кўпайтириш ва қишлоқ хўжалиги маҳсулотлари етиштириш самарадорлигини

ошириш борасида амалға оширилаётган чора-тадбирлар натижасида 2020 йилда **озиқ-овқат товарлари нархлари** ўзгаришининг 2019 йилға нисбатан бир оз секинлашиши кутилмоқда.

Шунингдек, **солиқ ва божхона тарифлари** қайта кўриб чиқилиши инфляцияға турли йўналишли таъсирға эға бўлиши мумкин. Бу, ўз навбатида, солиқ ва божхона сиёсатида олиб бориладиган чора-тадбирларнинг самарадорлиги билан узвий боғлиқ бўлади.

**Тартибға солинадиган нархларнинг тўлиқ эркинлаштирилиши шароитлари**

Марказий банк томонидан асосий сценарийда кўзда тутилган тартибға солинадиган нархларнинг босқичма-босқич эркинлаштирилишидан фарқли равишда ушбу жараён 2020 йилнинг ўзида нархларни тўлиқ эркинлаштириш йўли билан амалға оширилиши варианты ҳам сценарийға қўшимча сифатида қабул қилиниб, макроиқтисодий прогнозлар ишлаб чиқилди.

Ушбу ҳолатда бошқа макроиқтисодий шарт-шароитлар сақланиб қолган ҳолда тартибға солинадиган нархларни харажатларни қоплаш даражасига қадар ошириш жараёни тўлиғича 2020 йилда якуниға етказилади ва 2021 йилдан нархлар эркин бозор шароитларида шаклланади.

Мазкур шартлар асосида макроиқтисодий кўрсаткичларнинг таҳлили ва прогнозлари кўриб чиқилганда, қисқа муддатли истиқболда ички нархларға юқори босим юзаға келган ҳолда узоқ муддатли истиқболда асосий сценарийдан ҳам ижобийроқ кўрсаткичлар шаклланиши прогноз қилинмоқда.



Хусусан, ЯИМ ўсиши суръати прогноз кўрсаткичи 2020 йилда асосий сценарийдан 0,2 фоиз бандга пастроқ бўлиб, 5,2 фоизгача пасайган ҳолда 2021 йил охирига келиб 5,6 фоизгача, 2023 йилда эса 6 фоизгача тезлашиши прогноз қилинмоқда.

Бунда, 2020 йилда ЯИМ ўсиш суръатининг янада ошиши асосий сценарийга нисбатан анча тезроқ амалга ошади.

Шунингдек, ушбу шартларда инфляция динамикасида ҳам аввал бир оз тезлашиш кузатилиб, кейинчалик 2022 йилдан бошлаб асосий сценарийдан ҳам пастроқ даражада пасайиши кутилмоқда.

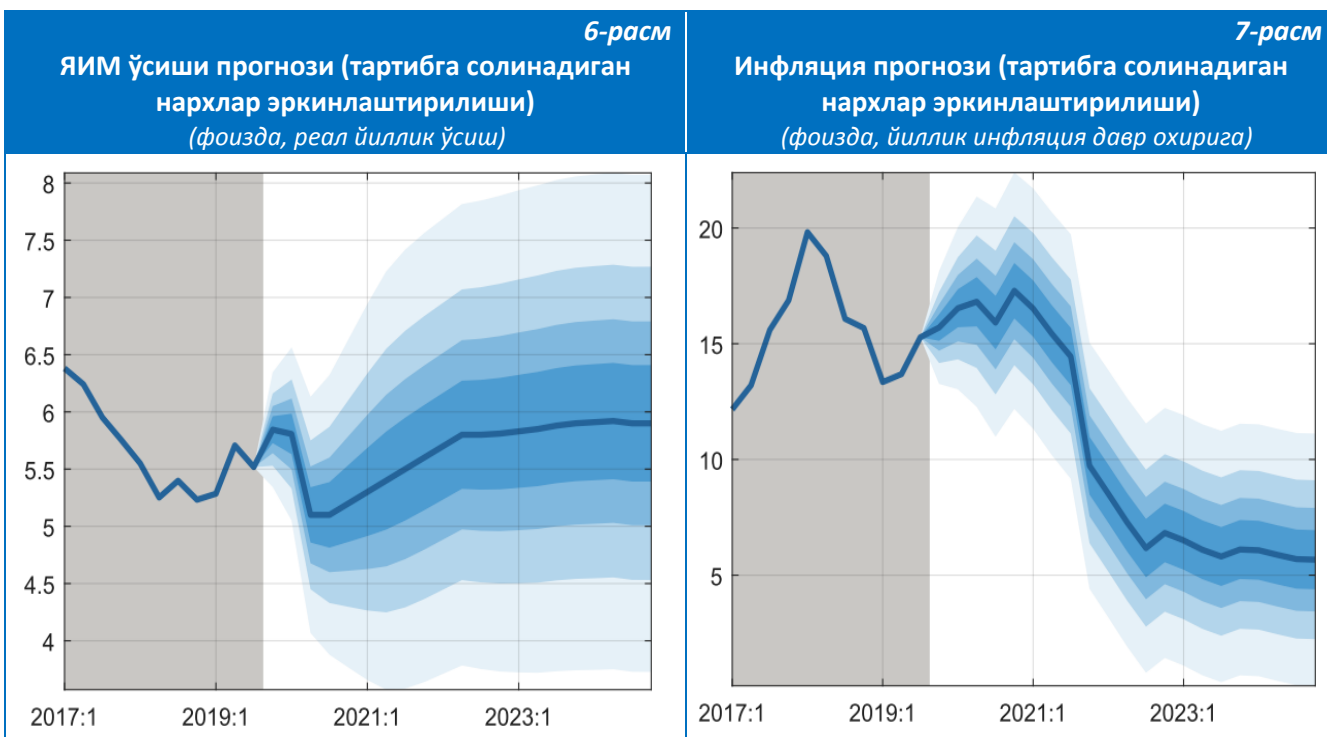
Хусусан, 2020 йил охирига инфляция даражаси асосий сценарийдагидан 3-4 фоиз бандга юқори бўлиши мумкин. Бунда, инфляция даражаси 2020 йилнинг охирида ўзининг энг юқори нуқтасига чиқиб, 2021 йилдан пасайишни бошлайди ва 2022 йилга келиб унинг пасайиш суръатлари асосий

сценарийдаги инфляция пасайиш суръатидан тезроқ бўлади.

Бу вазиятда 2020 йилда асосий фоиз ставкаси траекторияси асосий сценарийдан кескин фарқланади ва пул-кредит шароитлари кескинроқ қатъийлаштирилади. Бунда, асосий фоиз ставкасининг оширилиши **нархлар эркинлаштирилишининг инфляция даражасига таъсир кўлаמידан келиб чиқилади** ва мос равишда таъсир камайиши билан шароитлар юмшатиб борилади.

Тартибга солинадиган нархлар оширилишининг таъсирини юмшатишда пул-кредит сиёсатининг ушбу жараёнга реакцияси ҳам нархлар оширилишига адаптив тарзда амалга оширилиши муҳим аҳамият касб этади.

Умуман олганда, ушбу шарт-шароитлар амалга ошган тақдирда иқтисодиётда **қисқа муддатли тебранишлар кузатилса-да, ўрта ва узоқ муддатли истиқболда ижобий кўрсаткичларга тезроқ** эришилишига шароит яратилади.



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

## 2.5. Ташқи иқтисодий хатарларга асосланган муқобил сценарий

Иқтисодий ривожланишнинг муқобил сценарийсида ташқи шaroитлар ёмонлашувининг мамлакатимиз иқтисодиётига таъсири таҳлил қилинади.

Хусусан, ушбу сценарийда асосий савдо ҳамкор давлатлар иқтисодиётларида ўсиш кўрсаткичларининг пасайиши (нефть нархининг пасайиши, санкцияларнинг кучайиши) туфайли, ушбу мамлакатларда талаб қисқариши ҳисобига Ўзбекистоннинг жорий экспорт ҳажмлари мақсадли кўрсаткичлардан пасайиши, шунингдек, трансчегаравий пул ўтказмаларининг камайиши иқтисодиётга таъсир кўрсатувчи омиллар сифатида қаралади.

Асосий савдо ҳамкорлардаги иқтисодий пасайиш ушбу мамлакатлардан иқтисодиётимизга инвестициялар ҳажмининг қисқаришига сабаб бўлиши мумкин. Шунингдек, жаҳон бозорларида асосий экспорт товарларимиз нархлари ноқулай конъюнктураси шаклланиши ва ташқи

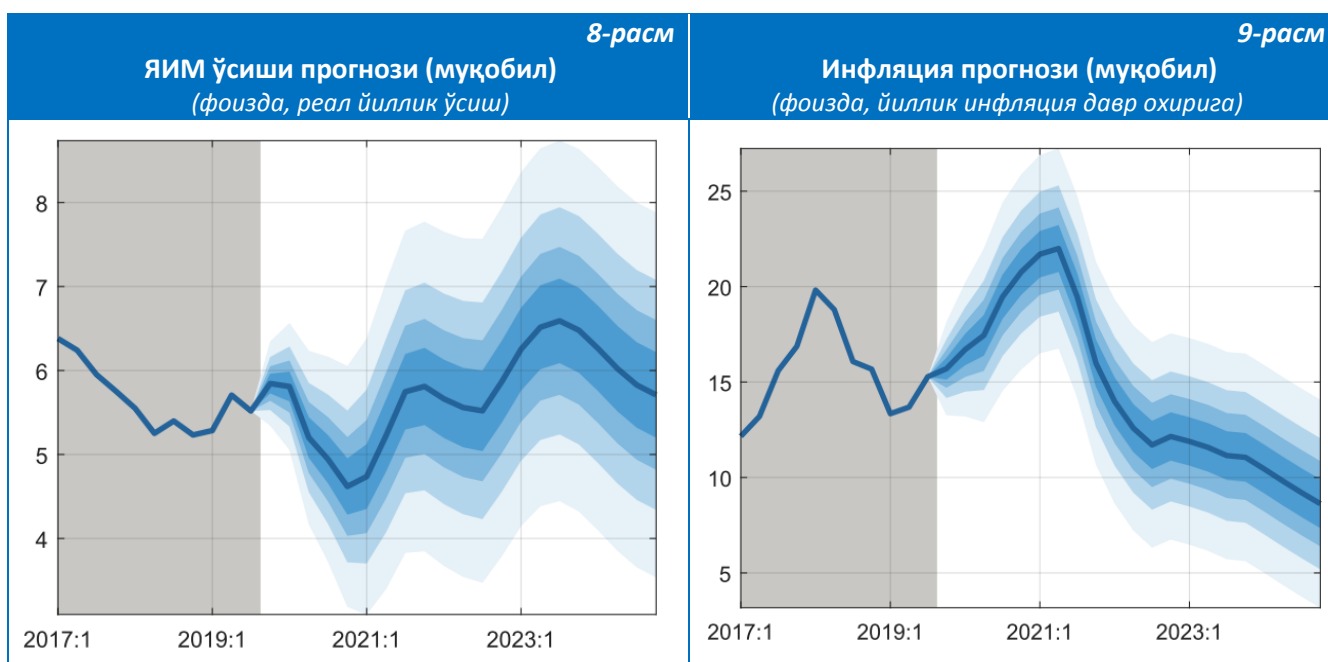
талабнинг пасайиши ҳам тўлов балансига салбий таъсир кўрсатади.

Ушбу шарoитда миллий валюта алмашув курсига девальвацион босимнинг кучайиши кузатилиши ва бу, ўз навбатида, ички нархлар динамикаси ҳамда инфляцион кутилмаларда акс этиши мумкин.

Ташқи салбий «шоклар» таъсири энг аввало ЯИМ ҳажмларида акс этади. Бунда, 2020 йилда ўсиш суръатлари асосий сценарийдан 0,7 фоиз бандга секинлашиб, 4,7 фоизни ташкил этиши тахмин қилинмоқда. Ташқи шоклар таъсирида ЯИМ ҳажми ўсиш суръатининг асосий сценарийдаги кўрсаткичлардан секинлашиши 2022 йилнинг бошига қадар сақланиб қолади.

2022 йилдан бошлаб ўсиш суръатлари асосий сценарийда прогноз қилинган 5,5-5,8 фоизлик даражага яқинлашади.

Ташқи иқтисодий хатарларга асосланган Муқобил сценарий шарт-шaroитларида 2020 йил охирига **йиллик инфляциянинг** 19-20 фоиз даражасида, 2021 йил охирида 15 фоиз ва 2022 йилда эса 12 фоиз атрофида шаклланиши прогноз қилинмоқда.



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Бунда, инфляция даражасига босим асосан тўлов балансининг манфий сальдоси ошиши натижасида миллий валюта девальвациясининг тезлашиши ҳисобига юзага келади.

Шуни алоҳида таъкидлаш лозимки, валюта курсининг ташқи таъсирлар натижасида ўзгариши, ўз навбатида, миллий иқтисодиёт учун **автоматик барқарорлаштирувчи** ролини бажариб, ташқи шокларни ўзида акс эттиради.

Бундай шароитда валюта курси шаклланишига **маъмурий йўллар билан аралаш**иш ёки уни маълум бир даражада **ушлаб туриш** янада салбий оқибатларга олиб келиши мумкин (халқаро резервларнинг камайиши ва ҳ.к.).

Шу боис ташқи таъсирларни юмшатиш ва оқибатларини бартараф этишда **макро-иқтисодий тартибга солишнинг бозор инструментлари** мажмуидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Бунда, энг аввало, циклга қарши (контрциклик) фискал сиёсат юритиш ва пул-кредит сиёсатини янада қатъийлаштириш каби чоралар амалга оширилади.

Шунингдек, таркибий ислохотлар доирасида иқтисодий ривожланишда ички манбаларга таяниш, аҳоли ва бизнес вакиллари жамғармаларини инвестицияларга айлантириш, ишлаб чиқариш ва экспорт таркиби, бозорларни диверсификация қилиш

каби чораларни жадаллаштириш талаб этилади.

Пул-кредит шароитларини шакллантиришда **ташқи шоклар таъсир кўлами ва давридан** келиб чиқиб, **асосий ставка даражасини ўсиш томонга қараб белгилаш** эҳтимоли ошади ва **асосий ставканинг траекторияси асосий сценарийда кўзда тутилган даражалардан анча юқори бўлади**.

Марказий банк соф ташқи активларига нисбатан босим кучайган шароитда, мазкур босимни пасайтириш мақсадида Марказий банкнинг ички валюта бозоридаги иштироки тамойиллари қайта кўриб чиқилиши мумкин.

Бунда, Марказий банк томонидан валюта курси **кескин тебранишларининг олдини олишга қаратилган инструментлардан** валюта курсининг бозор тамойиллари асосида шаклланиши механизмига зарар етказилмаган ҳолда фойдаланилади.

**Миллий валютада ва узоқ муддатли жамғаришни** рағбатлантириш мақсадида иқтисодиётда реал фоиз ставкаларининг ижобий даражада шаклланишига шароит яратилади.

Шунингдек, ташқи таъсирларнинг банк тизими молиявий барқарорлигига салбий таъсирини минималлаштириш мақсадида **макропруденциал сиёсатнинг хатарларни чекловчи чоралари** қўлланилади.

### III. Пул-кредит сиёсатини юритишнинг ташқи ва ички шароитлари

#### 3.1. Глобал иқтисодий ўсиш

Жаҳон иқтисодиётида 2018 йилнинг иккинчи чорагида бошланган иқтисодий фаолликнинг пасайиши 2019 йилда ҳам давом этди. Ўтган давр мобайнида ўсиш суръатларидаги пасайиш «Brexit» атрофидаги ноаниқликларнинг сақланиб қолиши, дунёнинг етакчи иқтисодиётлари ўртасидаги савдо кескинлигининг кучайиши ҳамда товар-хомашё ва молия бозорларидаги ўзгаришчанлик натижасида юзага келди.

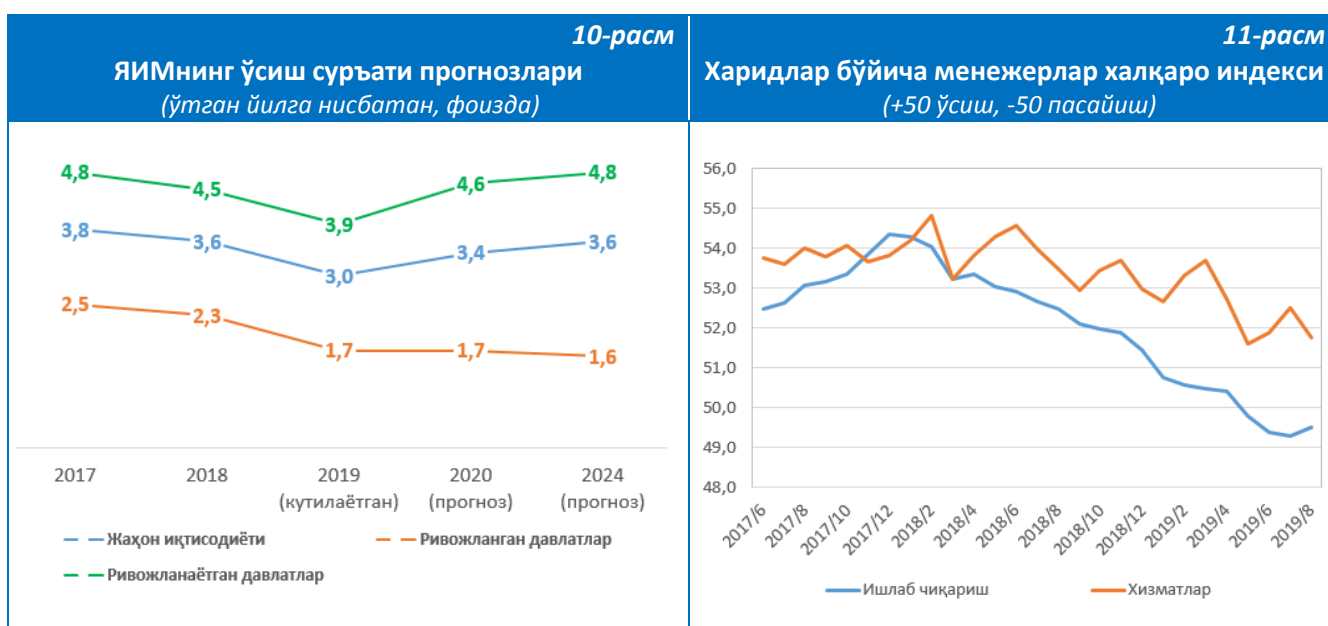
Натижада Халқаро Валюта Жамғармаси (ХВЖ) глобал иқтисодий ўсиш прогноз кўрсаткичини **2019 йил учун 3 фоизгача** қайта кўриб чиқди ва бу 2009 йилдан бери энг паст кўрсаткич (2019 йил апрель ойидаги прогнозга нисбатан 0,3 фоиз бандга пастроқ) ҳисобланади. **2020 йилда** эса глобал иқтисодий ўсиш **3,4 фоизгача** тикланиши прогноз қилинмоқда (2019 йил апрель ойидаги прогнозга нисбатан 0,2 фоиз бандга пастроқ).

2020 йилларда ўсиш суръати ривожланган ҳамда ривожланаётган иқтисодиётлар учун

гурӯҳлар кесимида мос равишда 1,7 ва 3,9-4,6 фоизлар оралиғида бўлиши прогноз қилинмоқда.

2019 йилда глобал иқтисодий ўсиш пасайишининг деярли ярми Лотин Америкаси ва Яқин Шарқ давлатларида макроиқтисодий шароитнинг ёмонлашиши ҳисобига содир бўлди. Шу билан бирга, 2020 йилда иқтисодий ўсишдаги тикланишнинг 70 фоизи ушбу иқтисодиётлар ва бошқа айрим давлатларга, шу жумладан, Ўзбекистоннинг асосий савдо ҳамкори – Россия Федерацияси ҳиссасига тўғри келиши башорат қилинмоқда.

2020 йилда глобал иқтисодий ўсиш бўйича прогнознинг пасайиши импорт тарифларининг навбатдаги ошиши билан изоҳланади (2019 йил декабрь ойига келиб АҚШда Хитой маҳсулотларига нисбатан ўртача тариф ставкаси 24 фоизгача ошиши кутилаётган бўлса, Хитойда ушбу кўрсаткич 26 фоизгача кўтарилди) ва бу, ўз навбатида, халқаро савдо ҳажмларининг пасайиши ва иқтисодий фаолликнинг сустлашувиغا олиб келади.



Манба: Халқаро валюта жамғармаси (WEO, October 2019) ва Bloomberg сайти маълумотлари.

**Глобал PMI индекси (Харидлар бўйича менежерлар индекси)** кўрсаткичи 2019 йилнинг II чорагидан бошлаб иқтисодий ўсиш суръатларининг пасайганлигидан далолат бермоқда. Ушбу даврда саноат секторининг PMI кўрсаткичи энг паст 50 даражадан ҳам пастга тушди (11-расм), яъни иқтисодий ўсиш ва халқаро савдонинг асосий омилларидан бири бўлган саноат сектори ўсиш суръатларининг жаҳон миқёсида пасайишини кўрсатмоқда. Бундан ташқари, PMI кўрсаткичининг пасайиши нафақат ривожланган, балки ривожланаётган мамлакатларда ҳам кузатилмоқда (12-расм).

Таъкидлаш жоизки, ўтган даврда жаҳон саноат ишлаб чиқаришининг пасайиши қуйидаги омиллар таъсирида юзага келди:

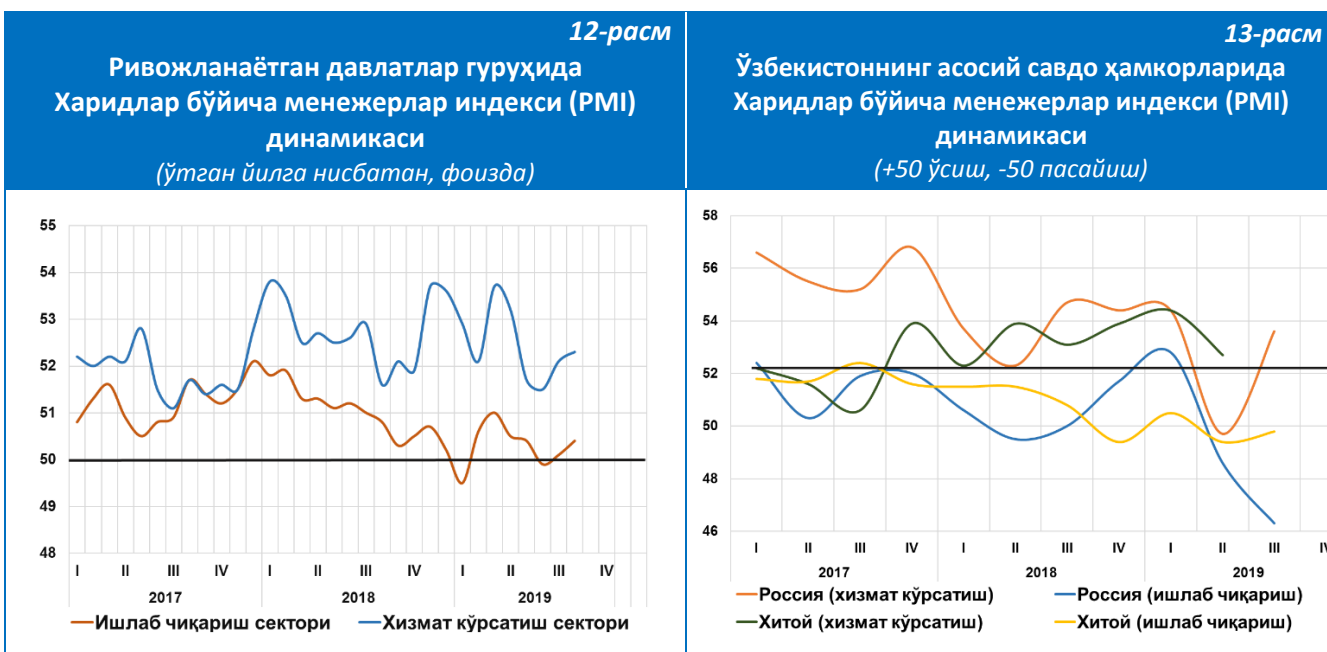
- автомобиль ишлаб чиқариш ва сотиш ҳажмининг пасайиши, хусусан, Германия ва Хитой автосаноатида;
- ишлаб чиқариш секторидаги компанияларнинг АҚШ ва Хитой ўртасидаги савдо танглиги ошиб бораётган шароитда иш-

билармонлик ишончининг пасайиши ҳисобига машина ва ускуналар сотиб олиш учун узоқ муддатли харажатларни амалга оширишга бўлган эҳтиёткорликнинг кучайиши;

- Хитойда қарзларни бошқариш учун янада қатъий молиявий тартибга солувчи чоралар кўрилиши ҳамда ташқи савдо чекловлари шароитида ички ва ташқи талабнинг пасайиши ва бошқалар.

Саноат ишлаб чиқариши соҳасидаги пасайиш оқибатида глобал савдо ўсиш суръатлари ҳам бирмунча сустлашди.

2019 йилнинг биринчи ярмида жаҳон савдо ҳажми ўтган йилги мос кўрсаткичга нисбатан атиги 1 фоизга ошди ва бу 2012 йилдан буён 6 ойлик ўсиш суръатининг энг паст кўрсаткичидир. Географик нуқтаи назардан, импорт ҳажмининг энг катта камайиши Хитой, Шарқий Осиё (ривожланган ва ривожланаётган қисмлари) ва инқироздан энг кўп зарар кўрган давлатлар (Эрон, Венесуэла, Аргентина, Мексика, Туркия) ҳисобига тўғри келди.



**Манба:** Bloomberg сайти маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

### МДХ минтақаси

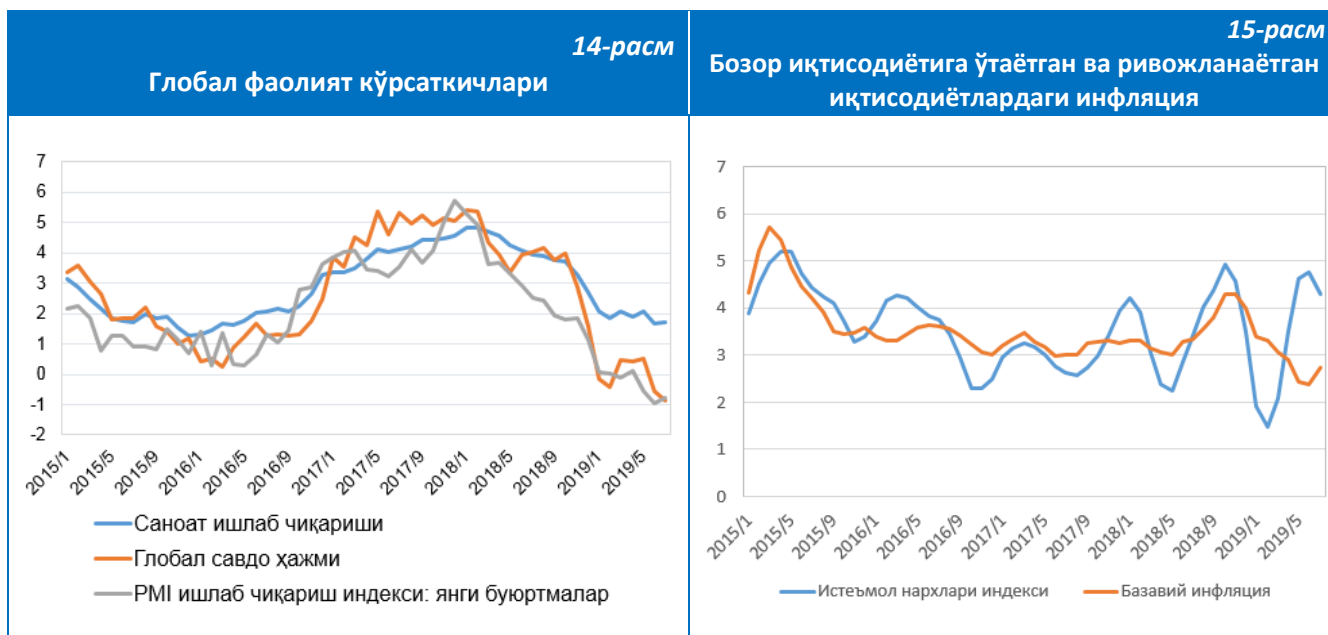
Россия ҳамда Иқтисодий Ҳамкорлик ва Ривожланиш Ташкилотининг (ИХРТ) аксарият давлатлари ўртасидаги ўзаро савдо чекловлари МДХ минтақасида савдо алоқаларининг ўсиш салоҳиятига тўсқинлик қилаётганлиги кўпчилик таҳлилларда қайд этилмоқда.

Шунингдек, минтақа мамлакатларининг жаҳон таъминот занжирларида иштирок этиш даражаси пастлиги сабабли ушбу савдо муносабатларидаги тангликлар МДХ давлатлари иқтисодиётига бевосита таъсир кўрсатмайди. Бироқ энергия нархининг ва жаҳон талабининг камайиши (айниқса Хитойдан), энергоресурслар экспорт қилувчи давлатларга, хусусан, Россия ва Қозоғистонга сезиларли таъсир қилиши мумкин.

Таъкидлаш жоизки, 2019 йил охирига келиб асосий савдо ҳамкорларининг деярли барчасида иқтисодий ўсиш бир оз пасайиши кутилмоқда.

Халқаро валюта жамғармасининг ҳисоб-китобларига кўра, 2019 йил якунлари бўйича **Россияда иқтисодий ўсиш 1-1,5 фоиз** ўрнига **1,1 фоиз** даражасида бўлиши кутилмоқда. Миллий лойиҳаларни амалга оширишда давлат инвестицияларининг йўналтирилиши ҳамда пенсия ёши оширилиши натижасида меҳнат бозорида таклифнинг ўсиши Россияда ЯИМ 2020 йилда **1,9 фоиз** атрофида ўсишига шароит яратиши эътироф этилган.

2019 йилда **Қозоғистонда** рағбатлантирувчи солиқ-бюджет сиёсати ва аҳолини ижтимоий қўллаб-қувватлашга сарфланаётган харажатларнинг кўпайиши, истеъмол кредитлари ҳажми ортиши, шунингдек, аҳолининг реал даромадлари ўсиши ҳисобига асосий сценарий бўйича 2019 йилда иқтисодий ўсиш суръати 3,8 фоиз ва 2020 йилда 3,9 фоиз даражасида бўлиши кутилмоқда.



Манба: Халқаро валюта жамғармаси ва Bloomberg сайти маълумотлари.

Таъкидлаш жоизки, Россия учун ҳам, Қозоғистон учун ҳам нефть нархининг пасайиши хавфи мавжуд бўлиб, мазкур сценарийнинг юзага келиши ушбу давлатларда валюта курси ва инфляция кутилмалари юқори бўлишига олиб келиши мумкин.

Дунёнинг иккинчи йирик иқтисодиёти бўлган **Хитойда** 2019 йилнинг III чорагида 1990 йилларнинг бошидан бери илк маротаба энг кам чораклик ўсиш – **йилига 6 фоизлик ўсиш кузатилди** (жорий йил июль-сентябрь ойлари кўрсаткичининг ўтган йилнинг мос даврига нисбатан). Иқтисодий ўсишни секинлаштирувчи асосий омил сифатида АҚШ билан ўзаро савдо чекловлари сабабли ишончсизлик ва ноаниқликлар шароитида иқтисодиётга инвестиция ҳажмининг камайиши таъсир кўрсатади. Халқаро молия ташкилотлари прогноз кўрсаткичларига асосан, Хитойнинг иқтисодий ўсиши 2019 йилда йиллик 6,1 фоиздан 2024 йилда 5,8 фоизгача пасайиши мумкин.

**Туркия иқтисодиётида** ҳам сезиларли даражада – 2019 йил охирига келиб иқтисодий ўсиш йиллик 0,2 фоизга секинлашиши (2018 йилда йиллик 2,8 фоизга ўсган) кутилмоқда ва 2020 йилда иқтисодий ўсиш 3,0 фоизгача тикланиши прогноз қилинмоқда.

### **Глобал инфляция**

Жаҳон иқтисодий ўсишининг секинлашуви, шунингдек, сўнгги олти ойда энергия (нефть, табиий газ ва кўмир) ва металллар (мис, алюминий) нархларининг пасайганлиги сабабли кўпгина ривожланган ва ривожланаётган мамлакатларда, шу жумладан, Ўзбекистоннинг асосий савдо

ҳамкорларида ҳам базавий инфляция тарихий энг паст даражагача тушди (16-расм).

Россия, Қозоғистон ва Хитойда инфляциянинг 2019–2021 йиллардаги прогноз кўрсаткичлари Марказий банкларнинг мақсадли кўрсаткичлари доирасида бўлиб, фақатгина Турк лирасининг 2018 йилнинг иккинчи ярмида кескин девальвацияси сабабли Туркияда инфляциянинг тезлашуви кузатилди (прогноزلарга кўра – 2019 йил охирида 15,7 фоиз ва 2020 йилда 12,6 фоиз).

Шунингдек, дунёда геосиёсий хавф-хатарларнинг ортиши ва натижада товар-хомашё ҳамда молия бозорларидаги тебранишларнинг кучайиши шароитида асосий савдо ҳамкор мамлакатлар миллий валюталарининг янада қадрсизланиши эҳтимоли юқорилигича сақланиб қолмоқда.

### **Пул-кредит шароитлари**

Халқаро савдо алоқаларидаги тобора кучайиб бораётган танглик, жаҳон иқтисодий ўсишининг пасайиши ҳамда инфляцияни янада пасайтирувчи омилларнинг пайдо бўлиши Марказий банкларнинг юмшоқ пул-кредит сиёсатига ўтишига туртки бўлди.

Бунда, ўтган даврда АҚШда асосий ставка уч марта – июлда 2-2,25 фоизгача, сентябрда 1,75-2 фоизгача ва октябрда 1,5-1,75 фоизгача туширилди. Европа Иттифоқи мамлакатларида инфляциянинг 2 фоизлик мақсадли кўрсаткичидан паст бўлиши хавфи сабабли Европа Иттифоқи Марказий банки 2016 йилдан буён илк маротаба депозит операциялари бўйича ставкани 0,5 фоизлик манфий даражагача пасайтирди ва жорий йилнинг ноябрь ойдан бошлаб миқдорий юмшатиш дастурларини янгиланиши (давлат

облигацияларини сотиб олишини) эълон қилди.

Халқаро пул-кредит шароитидаги жорий ўзгаришлар, иқтисодий ўсишнинг секинлашуви билан боғлиқ молиявий хавф-хатарларнинг ошиши билан биргаликда давлат облигациялари даромадлигининг сезиларли даражада пасайишига олиб келди ва баъзи ҳолларда салбий кўрсаткичларга ҳам ўтди.

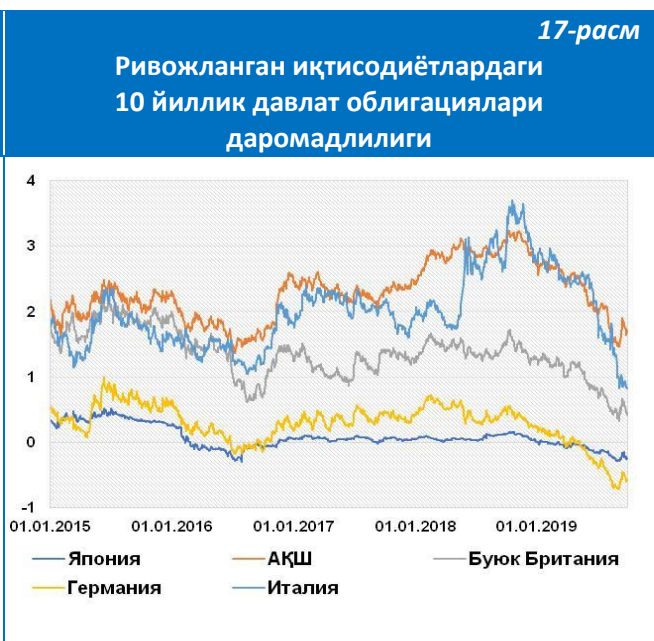
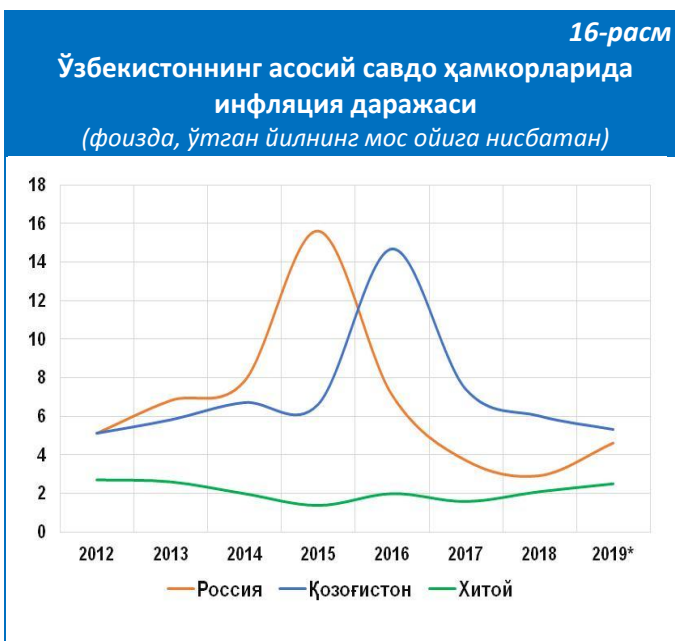
*Давлат облигациялари даромадлигининг ўзгаришини кузатиш орқали бозор кайфияти ўзгаришини билиш мумкин, яъни узоқ муддатли рисксиз қимматли қоғозларнинг даромадлиги қанчалик паст бўлса, келажакда иқтисодий ўсиш бўйича кутилмалар шунчалик пессимистик бўлади. Мазкур ҳолатда рискли активлар нархи юқори тебранувчан бўлди.*

Салбий ставкалар ривожланган давлатларда фаолият юритаётган банкларни ўз ҳисобварақларида маблағларни сақ-

ламасликка ва, аксинча, уларни иқтисодиётга тақдим этишга мажбур қилади, шунингдек, «миқдорий юмшатиш» дастури умумий фоизларни ва облигациялар даромадлигини камайтиришга қаратилган бўлиб, истеъмолни рағбатлантиради ва қарз олиш шароитларини енгиллаштиради.

**Бозор тамойиллари шаклланаётган ва ривожланаётган мамлакатлар** (Бразилия, Чили, Ҳиндистон, Индонезия, Мексика, Перу, Филиппин, Россия, Жанубий Африка, Таиланд ва Туркия) Марказий банклари ҳам асосий ставкаларини пасайтирдилар.

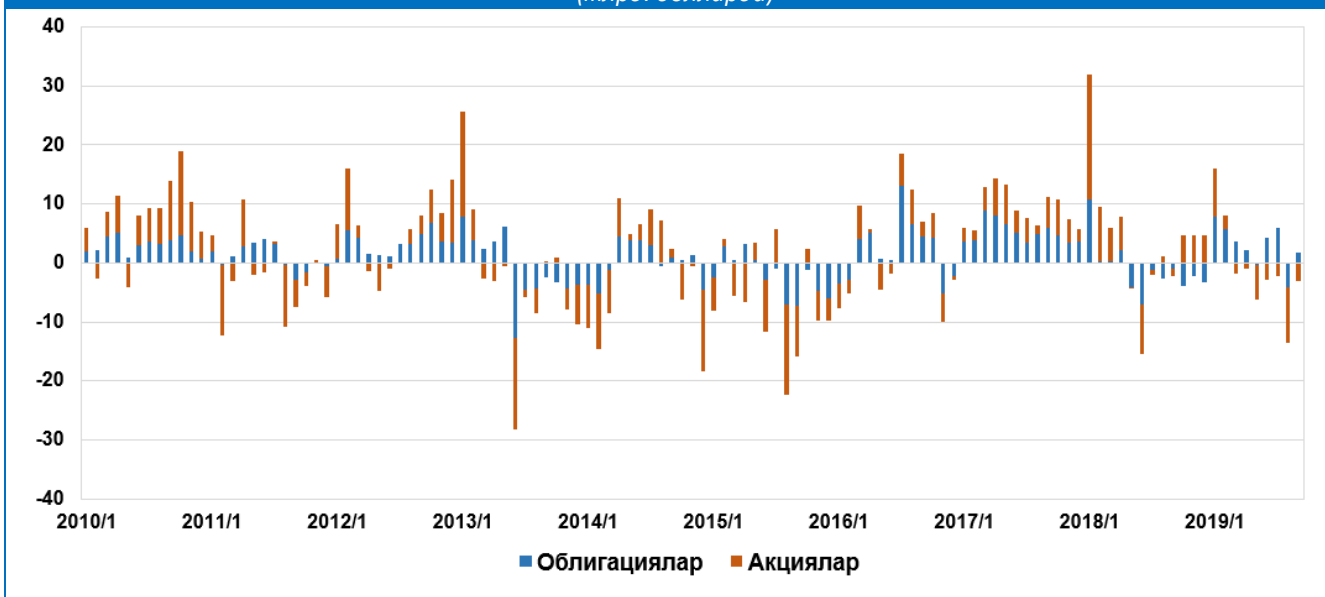
Бундай ноаниқликлар ортиши шароитида ушбу мамлакатларга капитал ҳаракати миллий валютадаги қимматли қоғозлардан эркин алмаштириладиган валюталарда (масалан, АҚШ долларида) деноминация қилинган облигацияларга ўтди ва бу, ўз навбатида, инвесторларнинг валюта хатарларига нисбатан янада эҳтиёткорона ёндашувини акс эттиради (17-расм).



**Манба:** Халқаро валюта жамғармаси.



Бозор иқтисодиётига ўтаётган мамлакатларда соф капитал оқимлари  
(млрд. долларда)



**Манба:** Халқаро валюта жамғармаси.

Глобал пул-кредит шароитларининг юмшаши оқибатида ривожланаётган давлатларда хорижий капитал кириб келишининг рағбатлантирилишига қарамасдан бошқа ташқи хатарлар юзага келиши ҳам мумкин.

Ўзбекистоннинг яна бир йирик ташқи савдо шериги бўлган Қозоғистон иқтисодиётида инфляцион босимлар сақланиб қолиши натижасида 2019 йил сентябрда Қозоғистон Миллий банки пул-кредит сиёсатини қатъийлаштирди ва асосий ставкани 9,25 фоизгача кўтарди.

Россия учун ҳам, Қозоғистон учун ҳам нефть нархи прогноз параметрларидан пасайиши маълум бир даражадаги ноаниқликларни келтириб чиқаради ва бу ушбу мамлакатлар миллий валюталарининг маълум бир даражада қадрсизланишига олиб келиши мумкин. Бундай сценарий Ўзбекистон иқтисодиёти учун ҳам ноқулай бўлиши

мумкин. Россия рубли ва Қозоқ тенгеси қадрсизланган тақдирда сўмнинг реал эффектив алмашув курси ошади, бу эса экспортнинг қисқаришига, шунингдек, Россия ва Қозоғистондан валюта тушумларининг камайишига олиб келади.

### 3.2. Миллий иқтисодиётнинг ривожланиши

2019 йилнинг 9 ойида макроиқтисодий ҳолат иқтисодий ўсишни, хусусан, инвестицион талабни рағбатлантиришга қаратилган сиёсат, экспорт товарларининг қулай нарх конъюнктураси ва ички шароитлар таъсирида шаклланди.

Иқтисодий ўсиш суръатлари 2019 йилнинг I ва II чоракларига мўлжалланган базавий сценарий прогноз кўрсаткичлари билан таққослаганда бир оз тезлашди ва кейинги чоракларда ушбу прогноз даражасига яқинлашиши кутилмоқда.

### Иқтисодий ўсиш

Талаб омиллари, инвестицияларни фаол ўзлаштириш, шунингдек, тадбиркорликни ривожлантиришни рағбатлантириш бўйича чора-тадбирлар натижасида 2019 йил 9 ойлик яқунлари бўйича ЯИМ ўсиш суръатлари ўтган йилнинг мос даври билан таққослаганда тезлашиб, 5,7 фоизни ташкил этди.

Бунда, жорий йилнинг дастлабки икки чорагида иқтисодий ўсиш суръатларида барқарор тезлашиш кузатилди, биринчи ярим йиллик яқунлари бўйича иқтисодий ўсиш 5,8 фоизгача жадаллашди (19-расм).

Жорий йилда ЯИМ ўсишининг тезлашиши кўп жиҳатдан иқтисодиётнинг реал секторидан марказлашган инвестицияларнинг сезиларли ўсиши ва юқори инвестицион фаоллик билан изоҳланади.

Бундан ташқари, 2019 йилнинг дастлабки 9 ойида солиқ-бюджет сиёсати ялпи талабни рағбатлантирувчи аҳамият касб этди.

### Иқтисодий ўсишнинг асосий омиллари

Ялпи асосий капиталга инвестициялар ва хусусий сектор харажатларининг ошиши ялпи

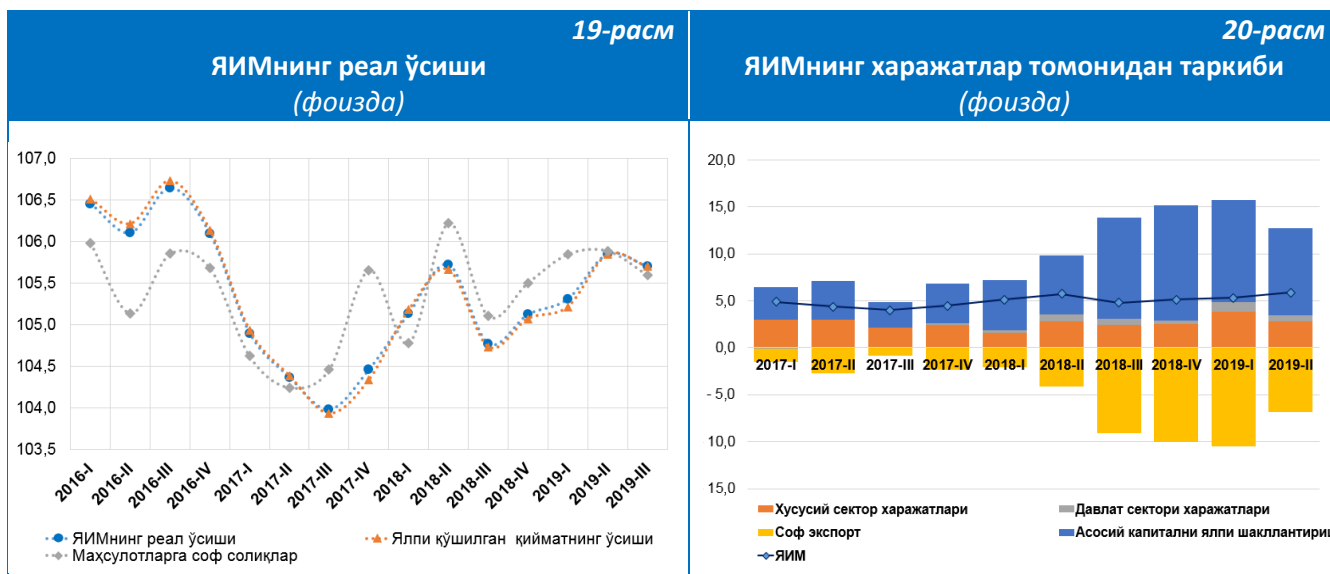
талабни ошириш орқали ЯИМ ўсишига ижобий таъсир кўрсатади (20-расм).

Таклиф омиллари томонидан хизматлар, саноат ва қурилиш соҳаси ЯИМ ўсишига энг катта таъсир кўрсатди.

### Реал сектор

2019 йилнинг ўтган 9 ойида саноатнинг ўсиш суръати йил бошидан бирмунча тезлашиб, 6,8-7,0 фоизни ташкил этди. Шунингдек, йил охирига қадар ишлаб чиқаришни кенгайтириш ва модернизация қилишга йўналтирилган йирик инвестицион қўйилмалар натижасида саноат ўсиш суръатларининг сақланиб қолиши ва бирмунча тезлашиши кутилмоқда (22-расм).

Жорий йилнинг январь-сентябрь ойларида қишлоқ хўжалиги тармоғи ўтган йил билан таққослаганда нисбатан тезлашиб, ўсиш суръатларини намоён этди. Бунда, мавсумий омиллар таъсирида бир оз тебранувчанлик кузатилди. Умуман олганда, 2019 йил 9 ойида қишлоқ хўжалиги ишлаб чиқариши ўтган йилнинг мос даври билан таққослаганда 2,4 фоизга ўсди.



Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Жорий йилнинг иккинчи чорагидан қурилиш соҳасида ўсиш суръатининг сезиларли жадаллашуви кузатилмоқда. Биринчи ярим йилликда мазкур тармоқ ўсиш суръати 20 фоизни, 9 ойлик якунлари бўйича 19,3 фоизни ташкил этди. Ушбу тенденция асосан инвестицион фаолликнинг юқори суръати, ҳукумат томонидан иқтисодий эркинлаштириш жараёнларининг фаоллаштирилиши, шунингдек ишлаб чиқариш қувватларининг кенгайиши ва технологик янгиланиш билан изоҳланади.

Жорий йилнинг январь-сентябрь ойларида хизматлар соҳаси 4-6 фоиз оралиғида барқарор ўсиш суръатларини намойиш этди.

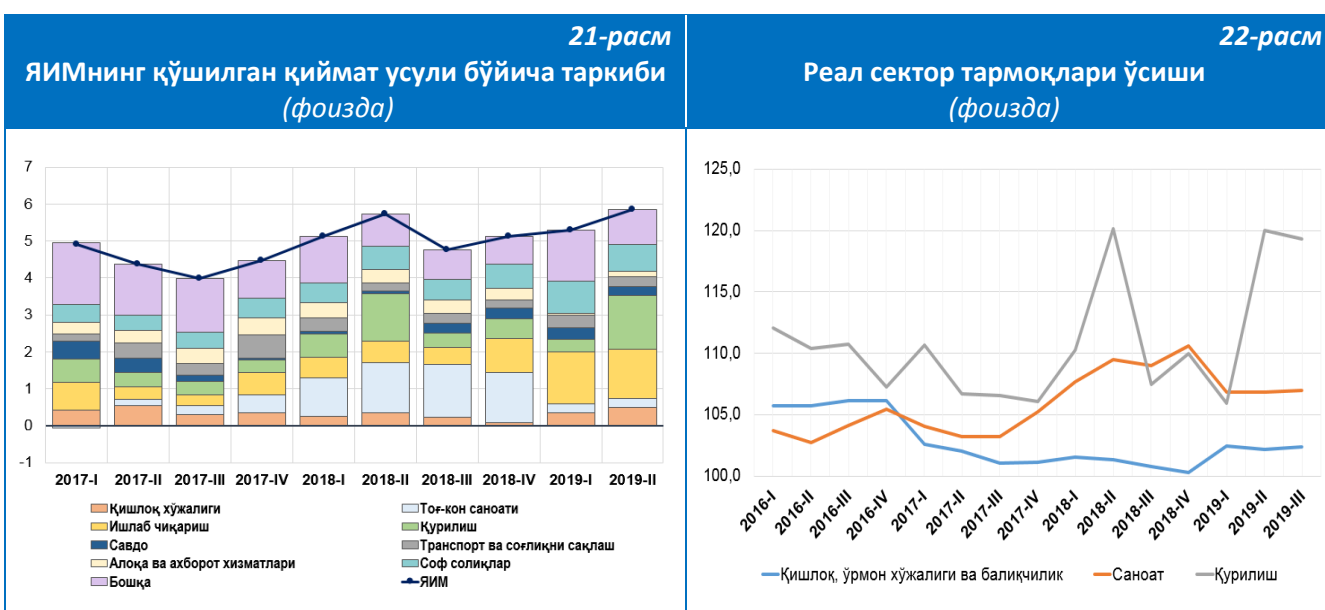
### Инвестициялар

2019 йилнинг ўтган 9 ойида асосий капиталга қилинган инвестициялар ялпи ҳажми 46,0 фоизга ўсди. Бунда, марказлашган манбалардан инвестициялар улуши ўтган йилнинг мос даври билан таққослаганда 2,6 фоиз бандга ўсиб, 28,4 фоизни ташкил этди.

Ўзбекистон Республикаси ҳукумати кафолати остида инвестициялар ҳажми 1,7 баробар ошди ва умумий инвестициялар таркибидаги улуши 14,6 фоизга етди. Тижорат банклари кредитлари улуши 15,7 фоизни ташкил этди.

Инвестиция ҳажмининг ярмидан кўпроғи (53,8 фоиз) янги қурилиш соҳаларига йўналтирилди. Объектларни қайта таъмирлаш ва модернизация қилишга йўналтирилган инвестициялар 27,4 фоизни ташкил этди.

**Иқтисодийга йўналтирилган кредитлар ҳажмининг босқичма-босқич табиий трендига қайтиши ҳамда давлат харajatларининг янада тежамкорлик билан амалга оширилиши шароитида инвестициялар ўсиш суръатларининг нисбатан секинлашиш эҳтимоли мавжудлиги хусусий ва тўғридан-тўғри инвестицияларни фаоллаштириш заруриятини юзага келтирмоқда.**



Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

**Фискал сектор**

Давлат бюджети харажатлари ўтган йилнинг мос даври билан таққослаганда 60 фоизга ўсиб, 86,5 трлн. сўмни ташкил этди.

Хусусан, иқтисодий ривожлантиришга 13,9 трлн. сўм, марказлашган инвестицияларни молиялаштиришга – 5,3 трлн. сўм маблағлар йўналтирилди.

Қатор йиллар давомида йиғилган инвестицион «чанқоқлик» келгуси йилларда ҳам инвестицияларга йўналтирилган давлат харажатларининг ўсишига олиб келиши кутилмоқда.

Таъкидлаш лозимки, давлат харажатларининг тезроқ ўсиши иқтисодий талабнинг ортиб боришига таъсир кўрсатади ва маълум маънода инфляция даражасини пасайтиришни қийинлаштиради. Шу муносабат билан, давлат маблағлари ҳисобидан амалга оширилиши режалаштирилган инвестицияларни молиялаштиришни бошқа манбаларга қайта йўналтириш вазифасининг долзарблиги ошмоқда.

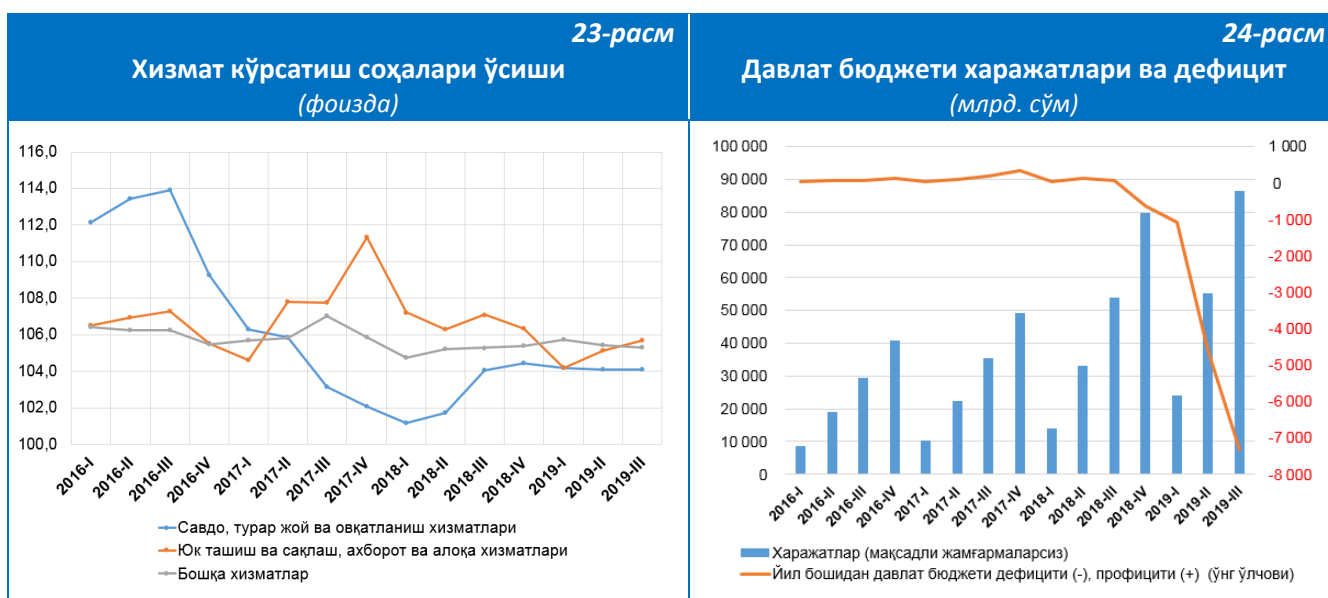
Ислохотлар даврида ҳудудларни комплекс ривожлантириш ва аҳолининг фаровонлигини оширишга йўналтирилган муҳим ижтимоий-иқтисодий лойиҳаларни амалга ошириш давлат харажатларининг даромадларидан ошишига олиб келмоқда ва сўнгги чоракларда давлат бюджети дефицитининг ўсиши тенденцияси кузатилди.

2019 йилнинг 9 ойида давлат бюджети (мақсадли фондларни ҳисобга олмаганда) 7,3 трлн. сўм дефицит билан ижро этилди.

**Аҳолининг умумий даромадлари таҳлили**

2019 йилнинг январь-сентябрь ҳолатига аҳоли умумий даромадларининг ўтган йилнинг мос даврига нисбатан номинал ўсиш суръати 22,3 фоизни (7,1 фоиз реал ўсиш) ташкил этди.

Бунда, аҳоли умумий даромадларининг 69,5 фоизини меҳнат фаолиятидан олинган даромадлар (ёлланма ишчилар даромадлари ҳамда мустақил ишлашдан олинган даромадлар) ташкил қилган бўлса, 25,1 фоизи трансфертлардан олинган даромадлар ҳамда 3,5 фоизи мол-мулкдан олинган даромадлар ҳиссасига тўғри келди.



**Манба:** Давлат статистика қўмитаси.

Шунингдек, мазкур даврда меҳнат фаолиятдан олинган даромадлар ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 19,8 фоизга ўсди ҳамда аҳоли умумий даромадлари ҳажмининг 14 фоиз ошишини таъминлади.

Мазкур даврда аҳоли даромадларининг юқори суръатларда ўсиши, ўз навбатида, ички нархларга маълум миқдорда босимни вужудга келтирди.

### 3.3. Инфляцион жараёнлар ва кутилмалар

Сўнги йилларда таркибий ислохотларнинг фаоллашуви ҳамда инвестициялар ҳажмининг ошиб бориши иқтисодийдаги ялпи талабнинг кенгайишига олиб келмоқда.

Қисқа муддатли даврда ялпи талабнинг сезиларли ўсиш суръатлари ишлаб чиқариш ўсиш суръатларидан юқори бўлди ва бу иқтисодийда инфляцион босимни вужудга келтирди.

Иқтисодийдаги юқори ички талаб ва валюта бозорининг эркинлаштирилиши ҳисобига миллий валютанинг девальвацияси 2017-2018 йилларда инфляциянинг кескин

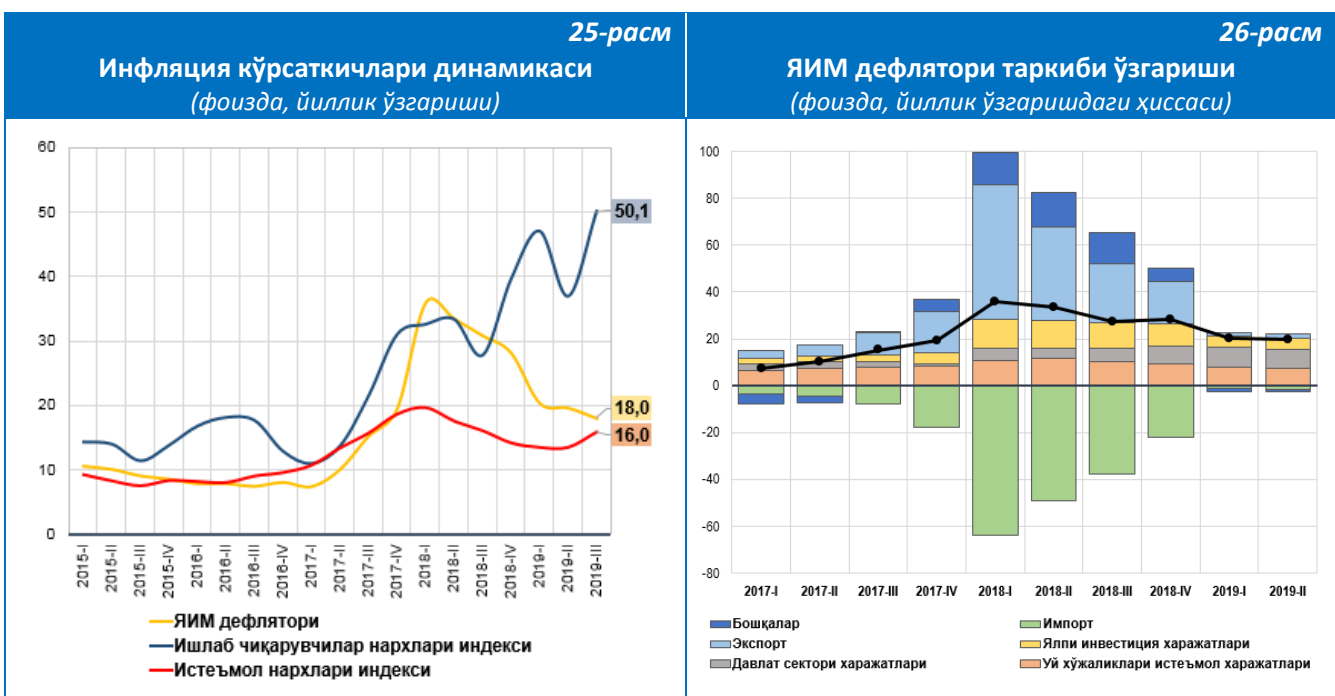
кўтарилиши ва кейинги йилларда босқичма-босқич пасайиб боришига сабаб бўлди.

Хусусан, инфляцияни ифодаловчи ЯИМ дефлятори ва истеъмол нархлари индекси кўрсаткичлари 2018 йилнинг I чорагида ўзининг энг юқори нуқтасигача етиб, кейинги даврларда босқичма-босқич пасайиши кутилмоқда. Шу даврда ишлаб чиқарувчилар нархлари индекси эса баъзи тебранишлар билан юқори даражада сақланиб қолди.

### ЯИМ дефлятори

ЯИМ дефлятори динамикаси ишлаб чиқарилган ва истеъмол қилинган товар ва хизматлар нархларига бир марталик омиллар таъсири босқичма-босқич пасайиб бораётганлигини кўрсатмоқда.

2019 йилнинг январь-сентябрида уй хўжаликларининг якуний истеъмоли харажатлари ва асосий капитал ялпи жамғармаси қиймати ошишининг ЯИМ дефляторига таъсири 2018 йил охири билан таққослаганда сезиларли даражада камайди.



Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Шу билан бирга, ушбу даврда давлат сектори якуний истеъмол харажатларининг таъсири ошди. Бу, ўз навбатида, узоқ муддатли истиқболда инклюзив иқтисодий ўсишга ижобий таъсир кўрсатади.

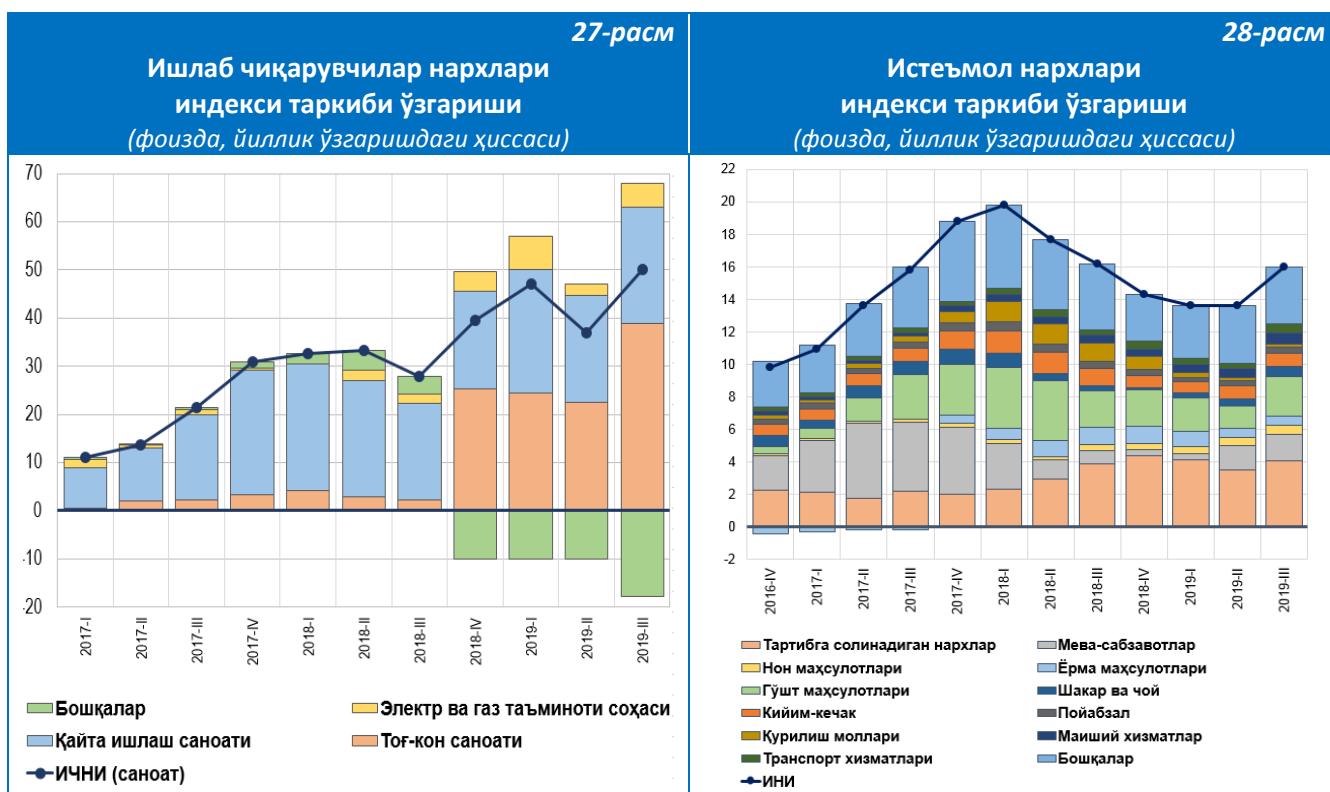
Таъкидлаш жоизки, ривожланишнинг ушбу босқичида инвестицион фаолият самарадорлигининг оширилиши иқтисодиётга инфляцион босимни пасайтиришда муҳим аҳамият касб этади.

### Ишлаб чиқарувчилар нархлари индекси

Ишлаб чиқарувчилар нархлари индекси иқтисодиётнинг саноат секторида ишлаб чиқарилган маҳсулотлар нархларининг ошиши юқори даражада сақланиб қолаётганини кўрсатмоқда. Бунда, саноатнинг барча йирик тармоқлари, хусусан, тоғ-кон саноати, қайта ишлаш, электр ва газ таъминоти соҳалари мазкур кўрсаткич нархлари ўсишининг асосий омиллари бўлиб қолмоқда.

2019 йилнинг III чорагида тоғ-кон саноатида нархлар ўзгаришининг умумий индексга таъсири сезиларли даражада ўсди. Бунга сабаб сифатида сентябрь ойида нефть ва газни қазиб олиш саноатидаги нархларнинг йиллик ҳисобда 2,3 баробар ошганини келтириш мумкин. Нефть ва газни қазиб олиш нархлари ўсиши, ўз навбатида, кимё ва металлургия саноати, нефть маҳсулотлари ишлаб чиқариш ҳамда электр ва газ таъминоти соҳасида нархлар ошишига олиб келди.

Тоғ-кон саноати соҳасида нархларнинг барқарорлаштирилиши ва ушбу гуруҳ нархларининг ишлаб чиқарувчилар нархлари индексига бўлган таъсири 2020 йил охирига келиб камайиши башорат қилинмоқда. Бу эса ушбу индекснинг сезиларли даражада пасайишига олиб келади.



Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

### Истеъмол нархлари индекси

2019 йил биринчи ярим йиллигида истеъмол нархлари индекси бирмунча пасайгандан сўнг, III чорақда ўсувчи трендга эга бўлди.

Хусусан, 2019 йилнинг биринчи ярмида ИНИ тренди озиқ-овқат товарлари ва хизматлар нархлари ўсиши таъсири остида шаклланган бўлса, тартибга солинадиган хизматлар ва ноозиқ-овқат товарлар нархлари инфляция янада ўсиб кетишининг олдини олди.

III чорақда энергия ресурслари нархларининг оширилиши ҳамда сўм девальвацияси тезлашиши натижасида истеъмол саватининг барча асосий гуруҳларида инфляция кўрсаткичининг ошиши кузатилди.

Бунда, ИНИ таркибида нон маҳсулотлари, мева-сабзавотлар ва шакар нархлари ҳамда транспорт хизмати ҳақлари ҳиссаси ошди. Шу

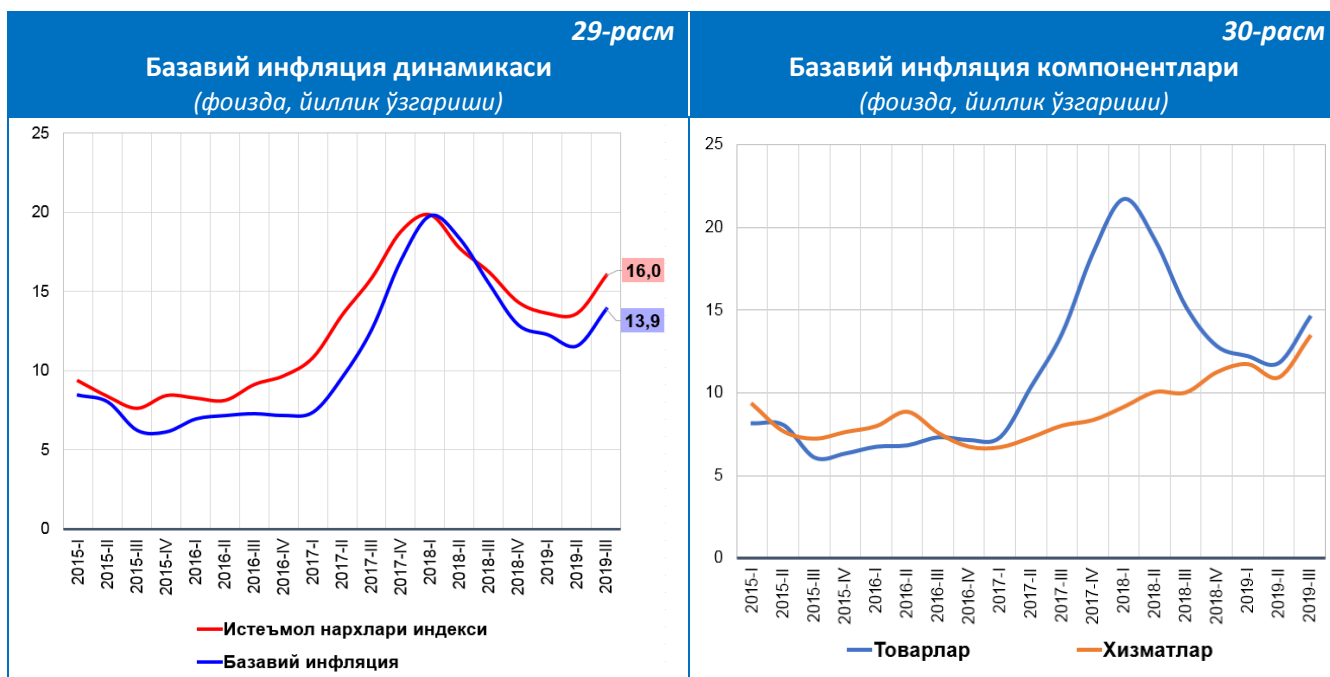
билан бирга, тартибга солинадиган нархлар ва гўшт маҳсулотлари нархларининг ИНИга сезиларли таъсири сақланиб қолмоқда.

Айрим товарлар импорти бўйича ҚҚС имтиёзларининг бекор қилиниши ҳамда 2019 йил октябрь ойидан бошлаб дон, ун ва қолипчи нон нархлари шаклланишида бозор механизмларига ўтилиши натижасида истеъмол нархлари даражасига қўшимча таъсирни вужудга келтирди.

### Базавий инфляция

2019 йил январь-сентябрда базавий инфляция ўзгарувчан характерга эга бўлди. Базавий инфляциянинг бундай динамикаси унга таъсир қилувчи омилларнинг ўзгарувчанлиги билан изоҳланади.

I чорақда базавий инфляция озиқ-овқат товарларининг мавсумийликка доир бўлмаган қимматлашуви ва 2018 йил ноябрда тартибга солинадиган нархлар оширилишининг иккиламчи таъсири ҳисобига ошди.



Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Шуни таъкидлаш керакки, 2019 йилдан базавий инфляция таркибида товарлар ва хизматлар нархлари ўзгариши ўртасидаги тафовут қисқарди ва хизматлар инфляцияси товарлар инфляциясига ўхшаш тенденцияга эга бўлди. Бу 2017 йилдаги алмашув курси девальвациясининг ҳамда 2018 йилдаги ташқи савдо шароитлари яхшиланишининг товарлар инфляциясига таъсири тугаганлиги билан изоҳланади.

Айни пайтда хизматлар бозори нархлари ўсиш суръатлари 2019 йил II чорақдаги секинлашишдан кейин тезлашишда давом этмоқда (Баласса-Самуэльсон эффекти<sup>2</sup>).

2019 йил давомида базавий инфляция даражасида ўтган йилдаги барқарор пасайиш тенденцияси кузатилмади. Бу, ўз навбатида, иқтисодиётда олиб борилаётган ислохотлар, ҚҚС базаси кенгайтирилиши, кредитлаш суръатлари тезлашиши, энергия ресурслари нархлари оширилиши, ойлик маошлар оширилиши ва айрим товарларнинг импортига берилган имтиёзларнинг бекор қилиниши каби таркибий ўзгаришларнинг қисқа муддатли таъсири билан изоҳланади.

2018 йил сентябридан базавий инфляция даражасининг ИНИ инфляциясидан пастроқ даражада шаклланиши ИНИ динамикасига тартибга солинадиган нархлар таъсири юқори даражада сақланиб қолаётганини кўрсатмоқда. Тартибга солинадиган нархларнинг қисқа муддатли таъсирлари тугаши

инфляция даражаси пасайишига хизмат қилади.

*(Инфляцияни юзага келтирувчи омиллар таҳлили 2-иловада батафсил келтирилган.)*

### **Инфляцион кутилмалар**

2019 йилнинг 9 ойида инфляцион кутилмалар тенденцияси ўзгарувчан бўлди. I ярим йилликда сўров иштирокчиларининг нархлар ўзгариши бўйича кутилмалари пасаювчи тренд ҳосил этди ва бунга асосан маҳаллий ишлаб чиқариш ҳажмлари ошиши ва ички бозорнинг тўйиниши борасидаги оптимистик кайфият асос бўлди.

III чорақда иқтисодий агентларнинг энергия ресурслари нархлари ошиши ва август ойидаги миллий валюта қадрсизланишига нисбатан реакцияси натижасида уларнинг инфляцион кутилмалари сезиларли даражада кўтарилди. Шу билан бирга, уй хўжаликлари кутилмаларига бюджет секторида иш ҳақининг навбатдаги индексацияси ўз таъсирини кўрсатди.

Сентябрь ойида қисқа муддатли кутилмаларнинг пасайиши кузатилган бўлса, ўрта муддатли кутилмалар юқори даражада сақланиб қолди.

Шуни таъкидлаш лозимки, инфляцияни келтириб чиқарувчи бир қатор омилларнинг бир вақтнинг ўзида юзага келиши натижасида мазкур омилларнинг инфляцион кутилмаларга таъсири кўлами ва давомийлиги, айниқса,

<sup>2</sup> Ривожланаётган мамлакатларда иқтисодиётнинг товар ишлаб чиқариш секторида янги технология ва ускуналар жорий этилиши натижасида меҳнат унумдорлиги хизматлар соҳасига нисбатан юқори суръатда ўсади. Бирок ушбу соҳалардаги ойлик маошлар бир-бирига тенглашиши хизматлар нархлари товарлар нархларига нисбатан юқори даражада ошишига олиб келади. Бунинг натижасида ИНИ ошиши ва миллий валюта курсининг номинал кадри ўзгармаган ҳолда реал кадри ошиши кузатилади. Мазкур жараён Баласса-Самуэльсон эффекти билан изоҳланади.



инфляцион кутилмалар жиловланмаган даврда янада ортиши мумкин.

Ўрта муддатли инфляцион кутилмаларнинг юқори даражада сақланиб қолиши асосан нархлар шаклланишига таъсир этувчи омилларнинг келгусидаги таъсири бўйича ноаниқликлар билан изоҳланади.

Бунинг натижасида аҳолининг келгусидаги нархлар даражаси бўйича кутилмалари жорий сезилаётган инфляция, яъни бир марталик нархлар оширилиши келгусида яна давом этиши мумкин, деган фаразлар таъсирида шаклланмоқда.

Инфляцион кутилмаларнинг барқарор паст даражасига эришиш учун қатъий пул-кредит ва мувозанатли макроиқтисодий сиёсатни олиб бориш билан биргаликда иқтисодий ўзгаришларнинг (тартибга солинадиган нархлар ва иш ҳақи индексацияси, солиқ сиёсатидаги ўзгаришлар, ташқи савдо

шароитлари) ўрта муддатли истиқболдаги ўзгаришларига аниқлик киритиш ҳамда иқтисодий субъектларининг бу борадаги хабардорлигини ошириш, шунингдек, валюта курсининг кескин ўзгарувчанлиги билан боғлиқ хатарларни камайитириш муҳим ҳисобланади.

### 3.4. Валюта алмашув курси

#### Ички валюта бозори

Жорий йилнинг январь-октябрь ойларида хорижий валютага бўлган умумий талаб 11,1 млрд. АҚШ долларини ташкил этган бўлса, марказлашган интервенцияларнинг умумий таклифдаги улуши 28,9 фоизга тенг бўлди (33-расм).

Бунда, Марказий банкнинг ички валюта бозорига соф интервенциялари ҳажми 3,2 млрд. АҚШ долларини ташкил этиб, ишлаб чиқарувчилардан монетар олтинни сотиб олиш ҳажми доирасида бўлди.



**32-расм**

**Тадбиркорлар фикрига кўра келгуси 12 ой давомида нархларга таъсир кўрсатувчи омиллар**  
(фоизда, мазкур омилни нархларга асосий таъсир кўрсатувчи деб белгиланган сўров иштирокчилари улуши)

	2019/1	2019/2	2019/3	2019/4	2019/5	2019/6	2019/7	2019/8	2019/9
Доллар курсининг ошиши	71	65	53	61	65	60	60	74	77
Иш ҳақи ва нафақаларнинг ошиши	42	40	46	35	51	43	48	50	50
Солиқ юкининг оширилиши	59	51	51	42	38	35	29	21	26
Энергия ресурслари қимматлашиши	55	59	50	47	51	32	44	46	44
Транспорт харажатлари ошиши	38	40	38	34	27	25	24	26	30
Мавсумий омиллар	21	18	20	20	20	22	16	16	18
Аҳолини кредитлаш ҳажмининг ошиши	14	13	15	14	14	13	7	8	9
Рақобат муҳитининг ёмонлашиши	13	16	13	14	15	11	13	9	10
Экспорт ҳажмининг ошиши	20	17	18	18	13	8	6	5	6
Айрим товарлар импорти чекланиши	13	14	13	7	13	7	9	7	10

Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Айирбошлаш шохобчалари орқали нақд хорижий валюта сотувининг йўлга қўйилиши, шунингдек алмашув курсининг нисбатан барқарорлиги (жорий йилнинг август ойидан ташқари) аҳолининг девальвацион кутилмаларини ва миллий валюта алмашув курси борасидаги ноаниқликларни пасайтиришга ёрдам берди.

Хусусан, жорий йилнинг январь-октябрь ойларида аҳоли томонидан банкларга сотилган хорижий валюта ҳажми 2,9 млрд. АҚШ долларини ташкил қилди ва ўз навбатида аҳоли билан валюта олди-сотдиси ўртасидаги ижобий сальдо 1,7 млрд. АҚШ долларига тенг бўлди.

Ушбу даврда соф олтин-валюта захиралари йил бошидан 1,3 млрд. АҚШ долларига ошиб, 27,7 млрд. АҚШ долларини ташкил этди.

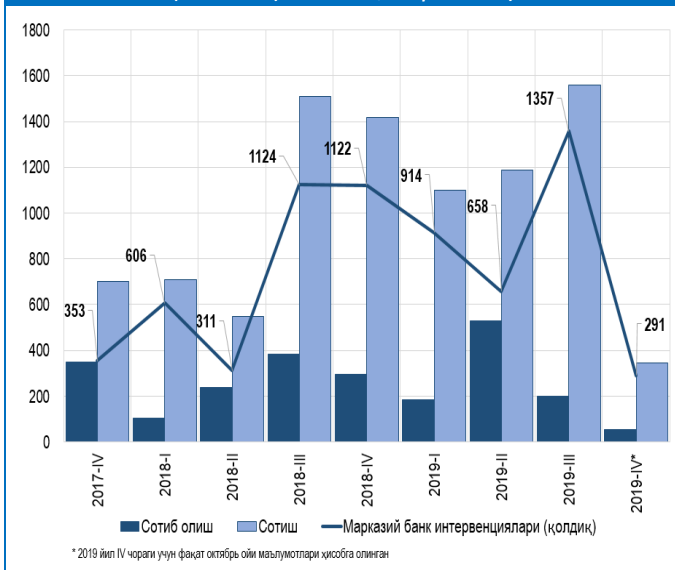
### Алмашув курси динамикаси

2019 йилнинг биринчи ярим йиллигида миллий валюта алмашув курси хорижий валютага бўлган мўътадил талаб, экспорт тушумлари ҳамда трансчегаравий пул ўтказмалари ҳажмлари бир маромда ўсиши ҳисобига нисбатан барқарор тенденцияга эга бўлди. Натижада миллий валюта йил бошига нисбатан 2,7 фоизга қадрсизланди.

2019 йилнинг июль ойидан бошлаб ташқи ва ички омиллар таъсирида хорижий валютага бўлган талабнинг ошиши кузатилиб, миллий валюта алмашув курсининг август ойида сезиларли қадрсизланиши (ойлик 8,2 фоиз) кузатилди.

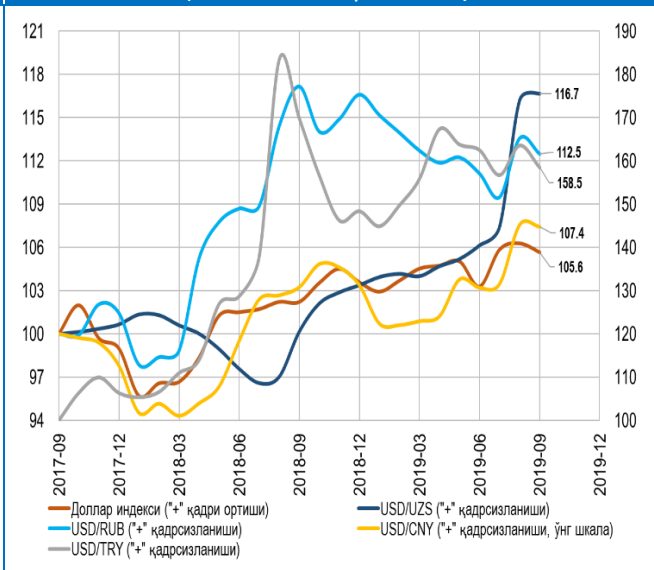
Сентябрь-октябрь ойларида сўм алмашув курси қисқа муддатли девальвацион босимдан кейин барқарорлашди ва ойлик ўсиш суръати 0,5 фоизгача секинлашди.

**33-расм**  
Марказий банкнинг ички валюта бозоридаги операциялари (млн. АҚШ долл., чораклик)



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

**34-расм**  
Асосий савдо ҳамкор мамлакатлар миллий валюталарининг АҚШ долларига нисбатан алмашув курслари ва доллар индекси (2017 сентябрь=100%)



Манба: Bloomberg, Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Валюта сиёсатини либераллаштиришдан кейинги даврда (2017 йилнинг III чорагидан 2019 йилнинг III чорагигача бўлган даврда) АҚШ доллари индекси 5,7 фоизга мустаҳкамланган бўлса, Туркия лираси АҚШ долларига нисбатан 58,5 фоизга, Россия рубли – 12,5 фоизга ва Хитой юани – 7,4 фоизга қадрсизланди. Мазкур даврда миллий валюта алмашув курси девальвацияси 16,7 фоизга тенг бўлди (34-расм).

Ҳисоб-китобларга кўра, жорий йилнинг биринчи ярим йиллигида ташқи рақобатбардошлик кўрсаткичи бўлган миллий валюта реал эффектив курси ортиқча

баҳоланиши (overvalued) ўртача 5 фоизни ташкил қилиб, ўзининг узоқ муддатли мувозанат ҳолатига яқин бўлди. Бу, ўз навбатида, тўлов баланси (соф экспорт ҳажмининг қисқариши орқали) ва инфляцион кутилмалар каналлари орқали нархлар ўсишини чеклаб турувчи омил бўлиб хизмат этди.

Жорий йилнинг III чорагида реал эффектив алмашув курси манфий тафовути қисқариши кузатилди. Бу август ойида кузатилган сўмнинг девальвацияси таъсирида шаклланди ва IV чорак давомида қўшимча инфляцион босимни юзага келтириши мумкин.

## IV. Пул-кредит сиёсатининг операцион механизми

### 4.1. Банк тизими ликвидлиги ва унга таъсир этувчи омиллар

Банк тизимидаги ликвидлик ҳолати ва унинг ўзгариши фоиз ставкалари ва пул-кредит шaroитларининг шаклланишида энг муҳим омиллардан бири ҳисобланади.

Марказий банк томонидан олиб бо-рилаётган мўътадил даражадаг қатъий пул-кредит сиёсати жорий йилнинг ўтган 10 ойида ҳам давом эттирилиб, асосий эътибор банк тизими ликвидлигини тартибга солиш орқали банклараро фоиз ставкаларини қайта молиялаш ставкасига яқинлаштиришга қаратиб борилди.

Банк тизими ликвидлиги динамикаси мавсумий характерга эга бўлиб, жорий йил I чорагида Марказий банк томонидан депозит аукционларининг амалга оширилиши ҳамда ички валюта бозорига интервенциялар ҳисобига сезиларли пасайган бўлса, II чорак давомида ҳукумат харажатларининг ортиши ва ЎТТЖ маблағларидан фойдаланиш эвазига тижорат банклари ликвидлигининг кўпайиши кузатилди (35-расм).

Бу, ўз навбатида, 2019 йилнинг III чорагида ички валюта бозорида талабнинг ортишига сабаб бўлди. Юзага келган қўшимча ликвидлик валюта интервенциялари ҳажмининг ортиши ҳисобига стерилизация қилиб борилмоқда.



Манба: Марказий банк.

Бундан ташқари, банк тизимида ликвидликнинг ўзгаришига фискал операциялар ҳамда Марказий банк томонидан белгиланадиган, тижорат банкларининг жалб қилинган депозитларига нисбатан мажбурий захира меъёрларига киритилган ўзгартиришлар таъсир кўрсатди.

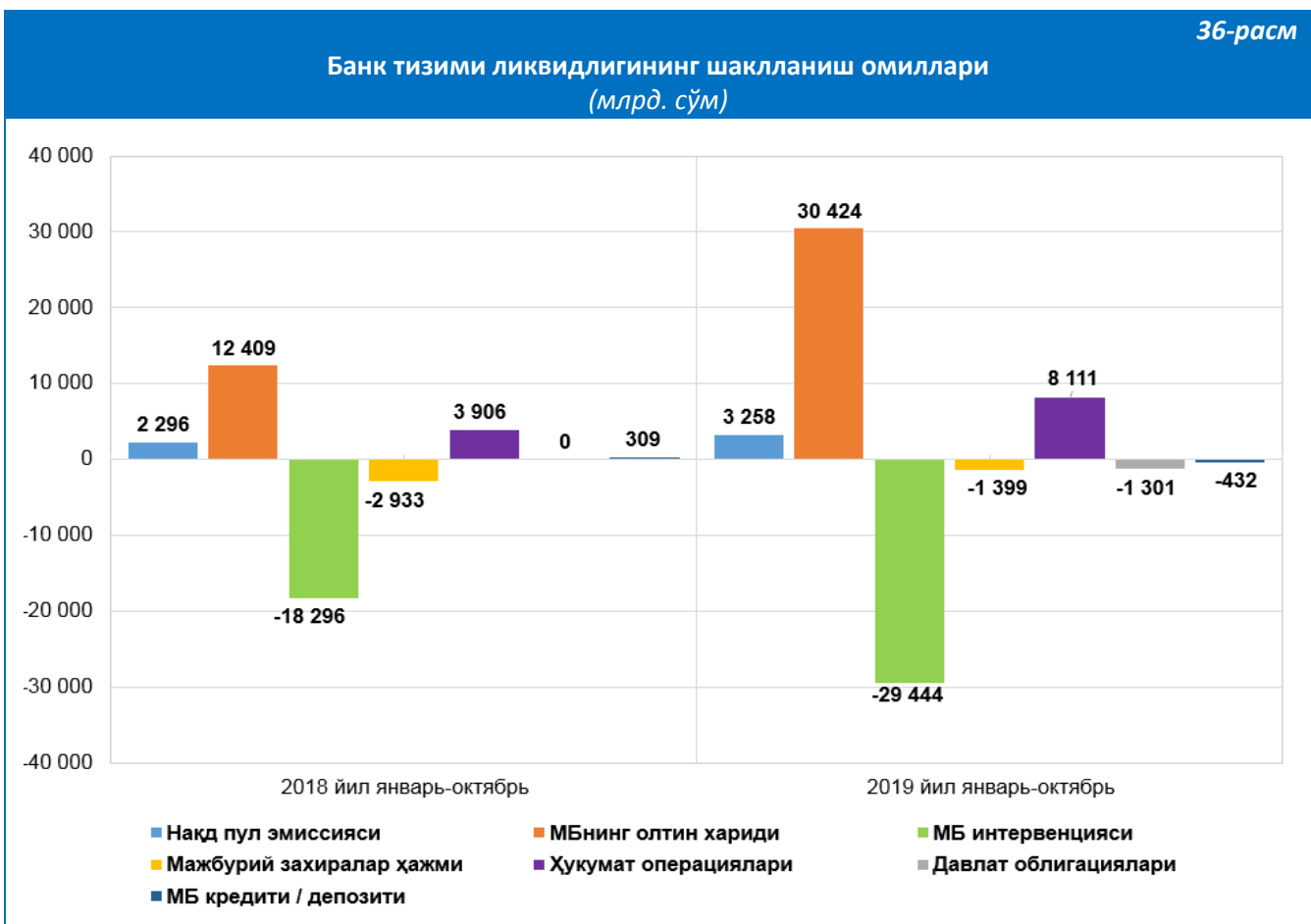
Хусусан, мажбурий захира инструментининг 2019 йилнинг июль ойидан ўзгартирилиши таркибий жиҳатдан ортиқча **1,4 трлн. сўмлик** ликвидликни тартибга солиш имконини берган бўлса, давлат облигациялари билан бўлган **1,3 трлн. сўмлик** амалиётларнинг ликвидликка таъсири нейтрал бўлди (36-расм).

2019 йилнинг дастлабки 2 ойида ҳукумат операциялари банк тизими ликвидлиги

шаклланишида камайтирувчи омил, кейинги 8 ой давомида эса оширувчи омил сифатида таъсир кўрсатиб, унинг таъсири май-июль ойларида сезиларли бўлди.

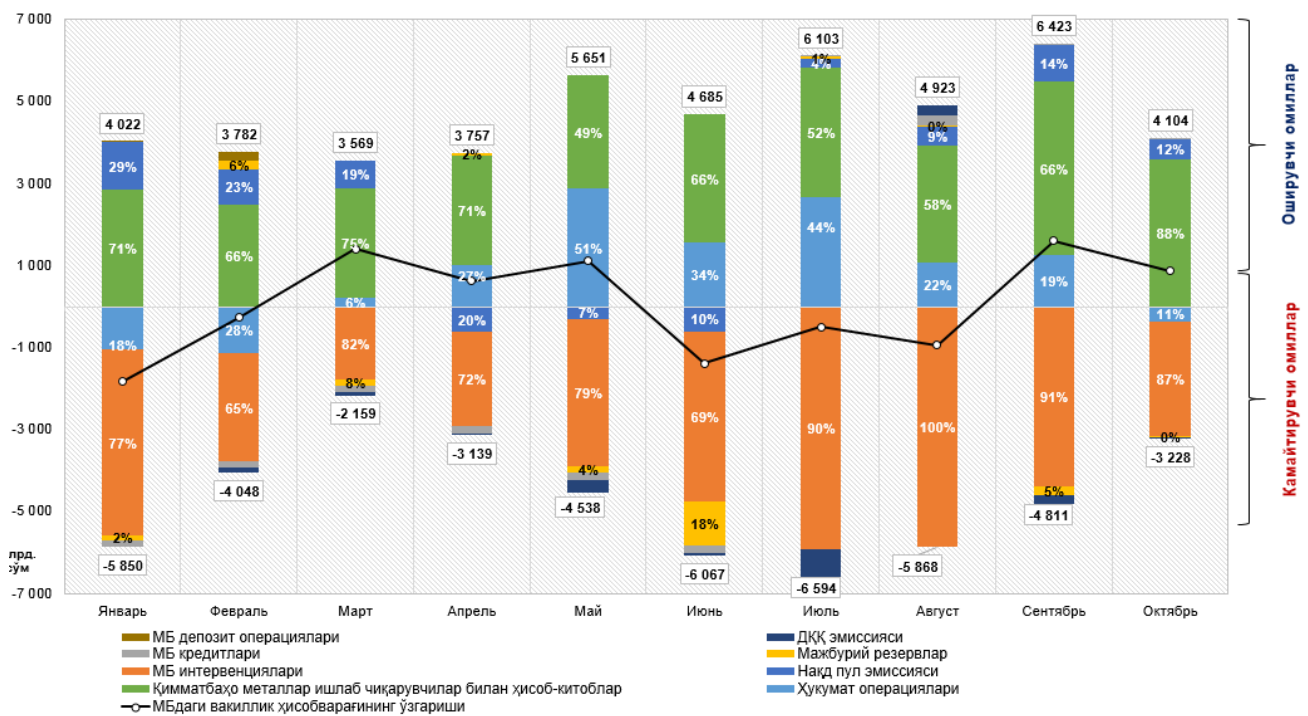
Шунингдек, нақд пул эмиссияси жорий йилнинг I ва III чорақларида банк тизимида ликвидликни оширувчи ҳамда II чорақда камайтирувчи омиллардан бўлди.

Марказий банк кредитлари эса дастлабки 6 ойда тижорат банклари томонидан аввал олинган кредитларнинг қайтарилиши ҳисобига умумий ликвидликни камайтирди ҳамда III-IV чорақлар давомида Марказий банкнинг қисқа муддатли кредитлари ликвидликни баланслаштирувчи омил вазифасини бажариб келмоқда.



Манба: Марказий банк.

2019 йилда банк тизимида ликвидликнинг шаклланиш омиллари  
(оширувчи ва камайтурувчи омиллар, фоизда)



Манба: Марказий банк.

### Давлат бюджети ижросининг ликвидликка таъсири

Банк тизими ликвидлигининг шаклланишида фискал операциялар муҳим аҳамиятга эга бўлиб, 2019 йилнинг ўтган 10 ойида ликвидликни **8,1 трлн. сўмга** оширган бўлса-да, мазкур операцияларнинг банк тизими ликвидлигига таъсири ойлар бўйича ҳам ва маълум бир ойнинг ичида ҳам нотекис тақсимланди (38-расм).

Марказий банкнинг ички валюта бозоридаги интервенциялари мавсумий характерга эга бўлди. Хусусан, 2019 йилнинг II чорагида валюта интервенциялари нисбатан кам бўлди ва бунинг натижасида банк тизими ликвидлигида ошиш кузатилди. III чорақда эса, аксинча, валютага бўлган талабнинг ортиши сабабли интервенция ҳажмлари кескин кўпайиб, банк тизими ликвидлигининг

шаклланишида камайтурувчи омил сифатида таъсир этди (40-расм).

2019 йилнинг ўтган 10 ойида Марказий банкнинг ички валюта бозорига жами интервенциялари ҳажми **3,4 млрд. АҚШ долларини (29,4 трлн. сўмни)** ташкил этиб, ойлар кесимида нотекис тақсимланди. Хусусан, март-июнь ойлари давомида ойлик соф интервенция ҳажми **200 млн. АҚШ доллари**дан ортиқроқни ташкил этган бўлса, ушбу кўрсаткич июль ойида **541 млн. АҚШ доллари** ва август ойида **651 млн. АҚШ долларигача** кўтарилди.

Жорий йилнинг январь-октябрь ойларида Марказий банкнинг олтин ишлаб чиқарувчилар билан ҳисоб-китоблари ҳажми **30,4 трлн. сўмни** ташкил этиб, бунинг натижасида банк тизимида юзага келган ортиқча ликвидлик деярли тўлиқ ҳажмда (**29,4 трлн. сўм**) стерилизация қилиб борилди.

Марказий банкнинг ички валюта бозорига интервенциялари орқали ортиқча ликвидлик доимий тарзда стерилизация қилиб борилиши режалаштирилган бўлса-да, амалиётда мавсумий омиллар сабабли интервенция ҳажмлари олтин ишлаб чиқарувчилар билан ҳисоб-китоблар қийматига доим ҳам тенг бўлмаслиги кузатилмоқда.

### **Мажбурий захира талаби ўзгартирилишининг ликвидликка таъсири**

Пул-кредит сиёсатининг узоқ йиллар давомида фаол қўлланилмаган инструменти – мажбурий захира талабларини такомиллаштириш 2019 йилда ҳам давом эттирилди. Хусусан:

2019 йил 1 июлдан бошлаб тижорат банкларининг Марказий банкда резерв шакллантириладиган мажбуриятлари нормативларига қуйидаги ўзгартиришлар киритилди:

- миллий валютадаги депозитлар учун

**4 фоиз** ҳамда чет эл валютасидаги депозитлар

учун **14 фоиз** миқдорида мажбурий резерв нормативлари белгиланди;

- мажбурий резервларнинг норматив миқдорида нисбатан **0,25** ўртачалаш коэффициентини ўрнатилди.

Шунингдек, 2019 йил 1 августдан бошлаб мажбурий резервларни сақлаш муддатларига ҳам ўзгартириш киритилиб, 14 кунлик (икки ҳафталик) даврдан 28-35 кунлик (1 ойлик) даврга ўтказилди.

Бюджетнинг харажатлар бўйича амалиётлари одатда ойнинг биринчи ҳафтасига тўғри келиб, иш ҳақи ва пенсия тўловларининг молиялаштирилиши туфайли банк тизими ликвидлигида кескин ўсиш кузатилди.

Ҳар ойнинг иккинчи ва учинчи ҳафталарида эса бюджетнинг даромадлари ва харажатлари ўртасида мутаносиблик кузатилиб, банк тизими ликвидлигига сезиларли таъсир кўрсатмади (39-расм).



**Манба:** Марказий банк.

Ўз навбатида, иқтисодиёт субъектлари томонидан асосан ойнинг охиригى ўн кунлигида солиқлар ва бошқа мажбурий тўловларнинг тўланиши сабабли бюджет даромадларининг харажатларига нисбатан кескин ўсиши кузатилди. Бунинг натижасида банк тизими ликвидлиги камайиб, тижорат банкларининг банклараро пул бозоридаги фаоллиги ошди ва бу, ўз навбатида, фоиз ставкаларининг ўзгаришига сабаб бўлди.

**Марказий банкнинг ички валюта бозоридаги интервенциялари ҳамда қимматбаҳо металллар билан ҳисоб-китобларининг ликвидликка таъсири**

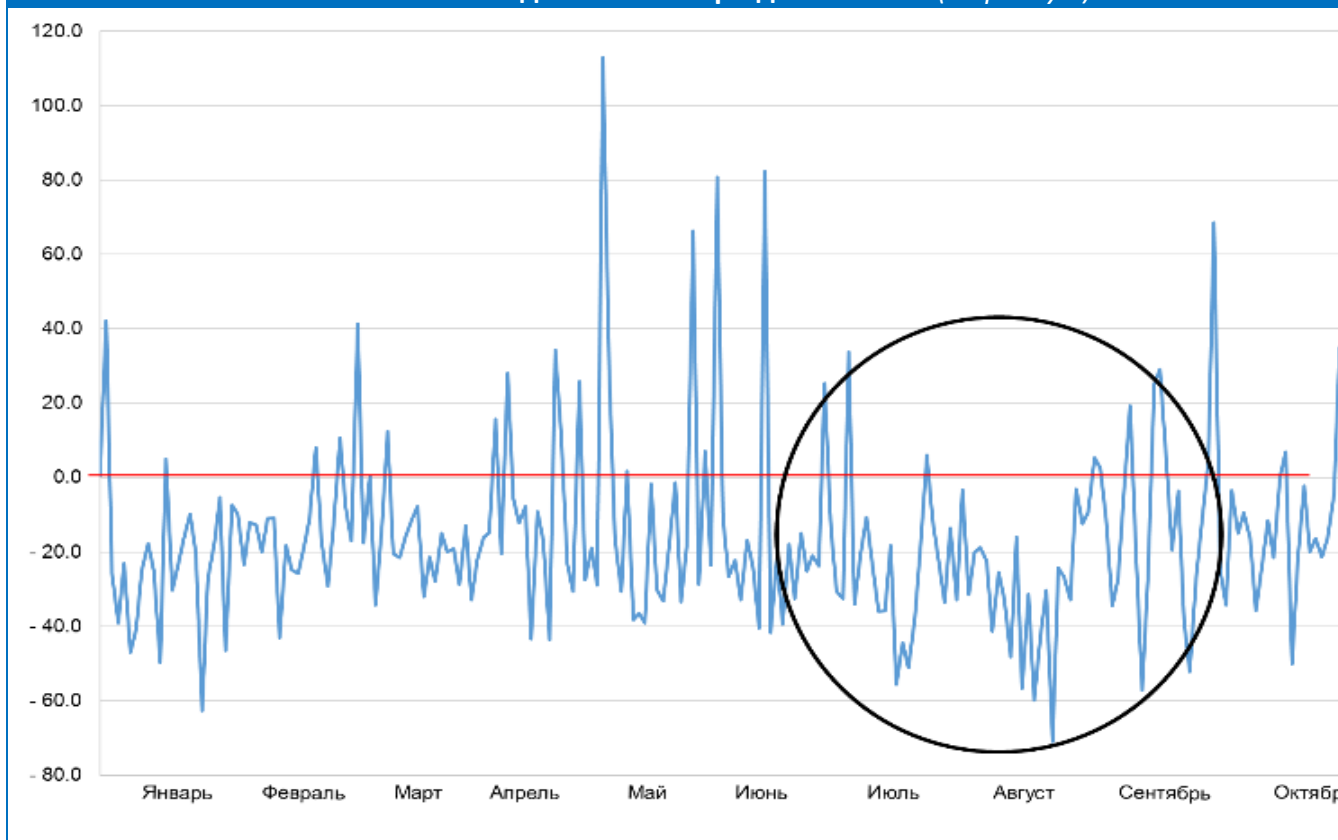
Марказий банк «олтин-валюта захиралари нейтраллиги» принципига асосланган

интервенция сиёсатини 2019 йилда ҳам давом эттирмоқда. Хусусан, жорий йилнинг ўтган 10 ойи мобайнида ички валюта бозорида фақатгина ишлаб чиқарувчилардан харид қилинган олтин қийматига тенг миқдордаги хорижий валютани сотиш орқали стерилизация операциялари амалга оширилди.

*Мажбурий захиралар бўйича нормативларнинг қайта кўриб чиқилишидан асосий мақсад банк тизимида ликвидликни тартибга солиш, миллий валютадаги банк депозитлари жозибдорлигини ошириш ҳамда депозитлар долларлашув даражасининг камайиб бориши учун қулай шароит яратиш ҳисобланади.*

40-расм

2019 йилда Марказий банкнинг ички валюта бозоридаги интервенциялари ҳажми ва унинг банк тизими ликвидлигига таъсири динамикаси (млрд. сўм)



Манба: Марказий банк.



Киририлган ўзгартиришлар ҳисобига 2019 йилда тижорат банкларининг Марказий банкдаги мажбурий захиралари тўлиқ миллий валютада шаклланди ҳамда умумий ҳажми 1 январь ҳолатидаги **2,9 трлн. сўмдан** 1 ноябрь ҳолатига келиб **4,3 трлн. сўмга** етди (41-расм).

### Муомаладаги нақд пуллар миқдори ўзгаришининг ликвидликка таъсири

Иқтисодиётда 2019 йилнинг март ойига қадар нақд пул ҳажми камайиб борган бўлса, сўнги 7 ойликда ўсиш кузатилди (42-расм).

Муомаладаги нақд пулларнинг ўзгариши мавсумий характерга эга бўлиб, халқаро пул ўтказмаларининг катта қисми йилнинг II ва III чорақларига тўғри келиши сабабли аҳолининг хорижий валютани тижорат банкларига сотиши натижасида нақд пулга бўлган талаб ортди.

Иқтисодиётда нақд пул ҳажмлари ўзгаришининг банк тизими ликвидлигига таъсири ойлар ичида нотекис тақсимланиб, ойнанинг дастлабки 10 кунлигида бюджет

томонидан иш ҳақи ва пенсия тўловлари тўланиши сабабли нақд пулга талабнинг ортиши ҳамда банк тизими ликвидлигининг камайишига таъсир кўрсатди.

Ўз навбатида, ойнанинг сўнги 10 кунлиги иқтисодиёт субъектларининг солиқ ва бошқа мажбурий тўловларни амалга ошириш даври бўлиб, нақд пулларнинг банкларнинг вакиллик ҳисобварақларига кириш қилиниши ликвидликни оширувчи омил бўлди.

### 4.2. Пул-кредит сиёсатининг трансмиссион механизми таҳлили

#### Фоиз канали

2019 йилнинг январь-октябрь ойларида кредитлар бозорида номинал фоиз ставкалари билан биргаликда реал фоиз ставкалари ҳам ўсишда давом этди.

Фоиз каналининг самараси қайта молиялаш ставкаси оширилган даврдан сўнг ўртача тортилган фоиз ставкалари динамикасида яққол намоён бўлди.



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Ушбу даврда қисқа муддатли кредитлар бўйича ўртача тортилган номинал фоиз ставкаси (имтиёзли кредитлар ҳамда микроқарзлар бўйича фоиз ставкаларини ҳисобга олмаган ҳолда) январь ойидаги 22,5 фоиздан октябрь ойида 24,2 фоизга кўтарилган бўлса, узоқ муддатли кредитлар учун ушбу кўрсаткичлар мос равишда 22,6 ва 24,1 фоизни ташкил этди (43-44-расмлар).

Шу билан бирга, мазкур кредитлар бўйича реал фоиз ставкалари мунтазам кўтарилиб борди. Хусусан, узоқ муддатли кредитлар бўйича реал фоиз ставкалари кўтарилиши янада жадаллашди.

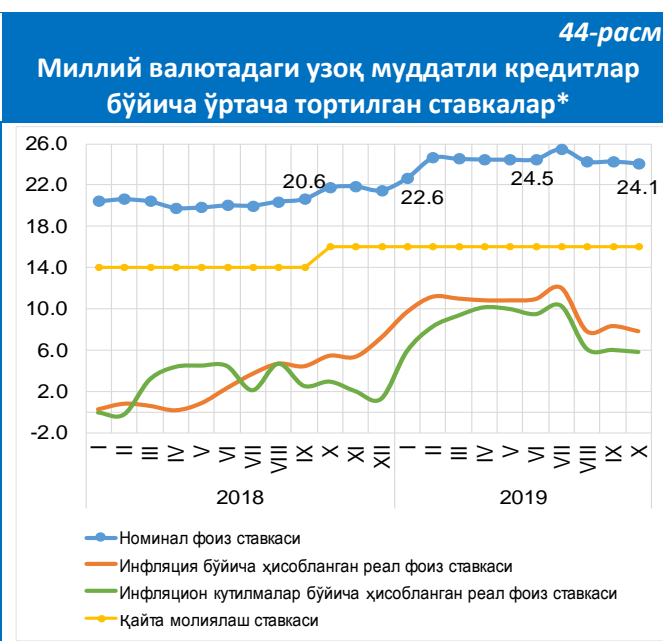
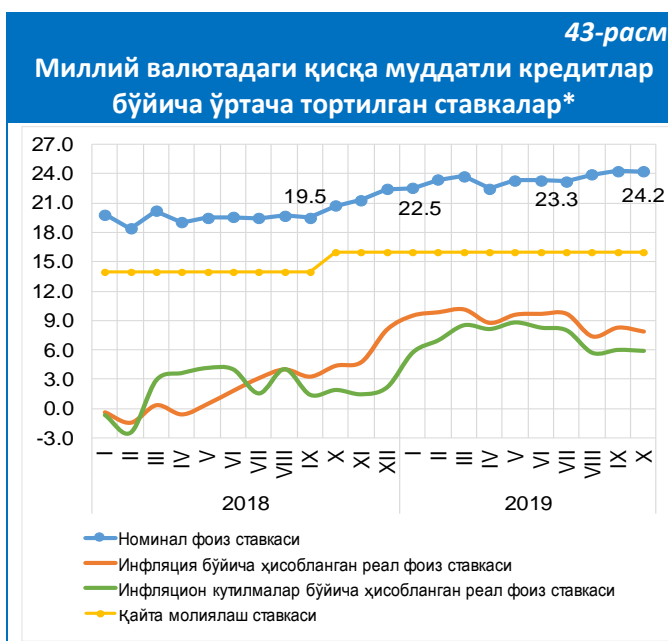
Юқоридаги ҳолат, бир томондан қатъий пул-кредит сиёсати шароитида нисбатан юқори инфляцион кутилмаларга жавобан кредитлар нархининг қимматлашганидан далолат берса, иккинчи томондан, иқтисодийда қайта тақсимлаш имкони бўлган узоқ муддатли молиявий ресурсларни жалб

қилиш харажатларининг ошиб бораётганлигини кўрсатади.

Қайд этиш жоизки, банк кредитларининг сезиларли қисми имтиёзли фоиз ставкалари асосида ажратиладиган шароитда фоиз каналининг самарали ишлаш имконияти чекланаётганлигига қарамадан иқтисодийда тижорат кредитлари бўйича ижобий реал фоиз ставкалари динамикаси сақланиб қолмоқда.

Шунингдек, 2019 йилнинг январь-октябрь ойларида муддатли депозитлар бўйича фоиз ставкаларида ўсиш кузатилди. Жисмоний шахсларнинг муддатли депозитлари бўйича ўртача тортилган фоиз ставкаси январь ойида 17,4 фоизни ташкил қилган бўлса, октябрь ойига келиб 19,4 фоизга кўтарилди (45-расм).

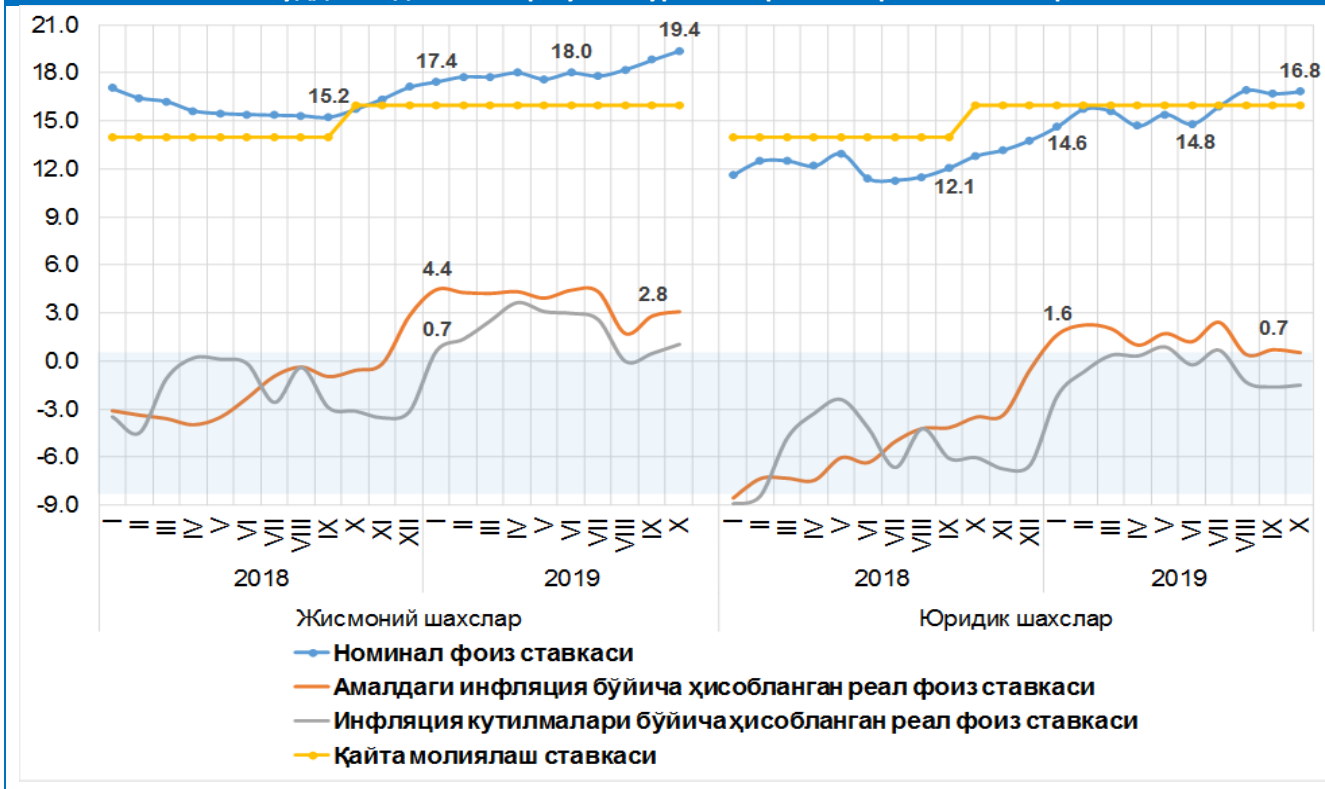
Мазкур даврда юридик шахсларнинг муддатли депозитлари учун ўртача тортилган фоиз ставкаси январь ойидаги кўрсаткичга нисбатан 2,2 фоиз бандга ошиб, 16,8 фоизни ташкил этди.



\* Имтиёзли кредитлар ва микроқарзлар бўйича фоиз ставкаларини ҳисобга олмаган ҳолда

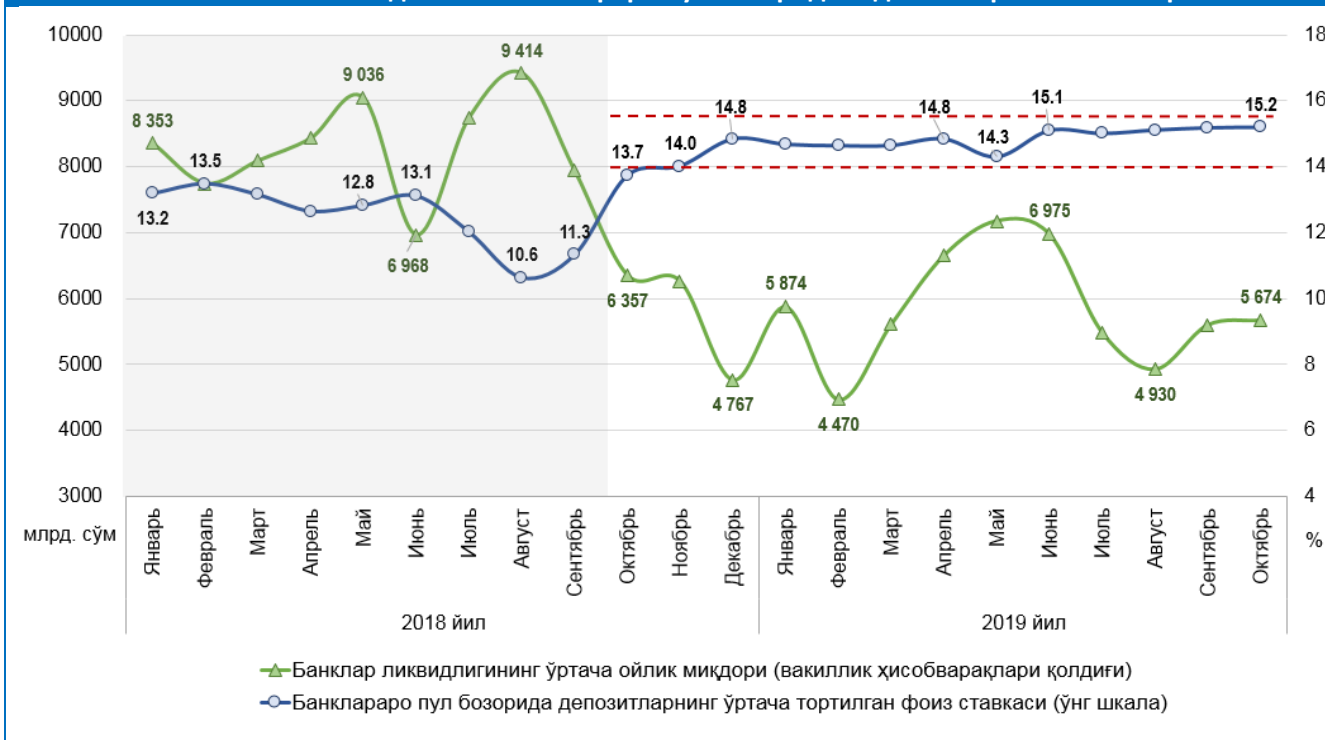
Манба: Марказий банк.

Муддатли депозитлар бўйича ўртача тортилган фоиз ставкалари



Манба: Марказий банк.

Банк тизими ликвидлиги ва банклараро пул бозоридаги депозит фоиз ставкалари



Манба: Марказий банк.

2019 йил бошдан жисмоний ҳамда юридик шахсларнинг муддатли депозитлари бўйича реал фоиз ставкаларида ижобийлик кузатила бошланди. Хусусан, жорий йилнинг март ойидан бошлаб юридик шахсларнинг инфляциян кутилмаларидан келиб чиқиб ҳисобланган ўртача реал фоиз ставкалари мусбат даражага эришди.

Жорий йилнинг октябрь ойида жисмоний шахсларнинг муддатли депозитлари бўйича реал фоиз ставкаси (амалдаги инфляцияга асосан ҳисобланган) **3,1 фоизни** ташкил этган бўлса, юридик шахслар депозитлари бўйича ушбу кўрсаткич **0,5 фоизга** тенг бўлди.

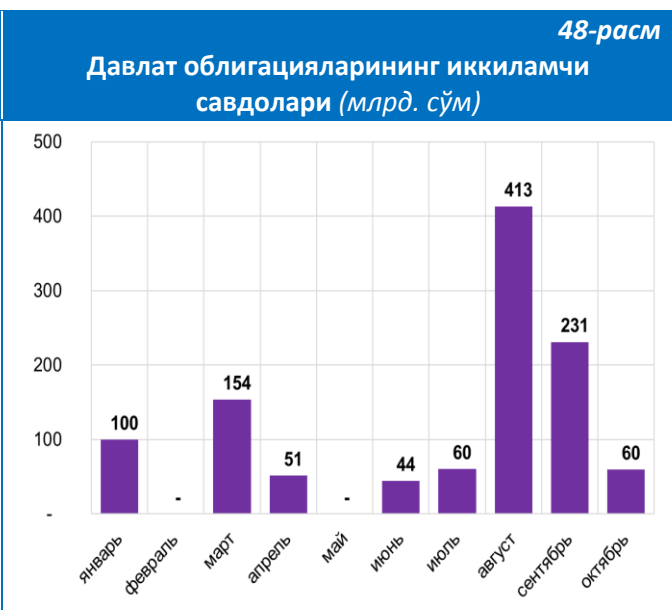
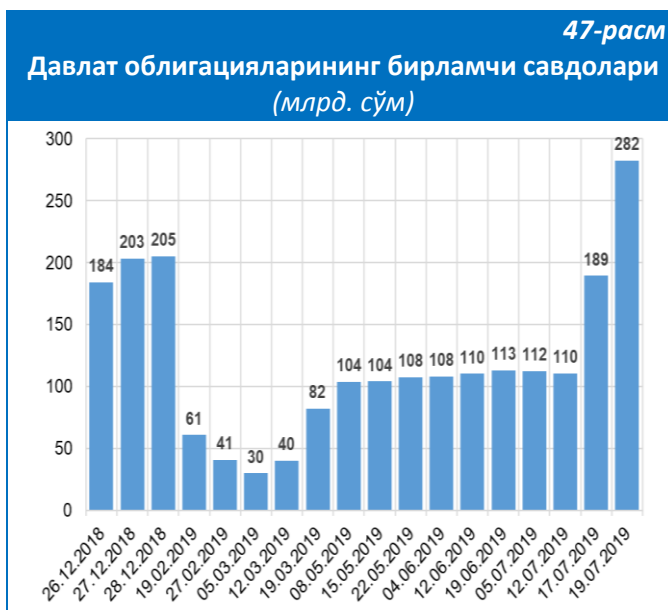
Банк тизимида ликвидликнинг таркибий профицити бўлишига қарамасдан, Марказий банк томонидан пул-кредит сиёсати инструментларидан фойдаланиш амалиётининг бошланиши банклараро пул бозоридаги фоиз ставкаларининг шаклланишига ўз таъсирини кўрсатди.

Шунингдек, жорий йилнинг III чорагида давлат облигацияларининг иккиламчи савдолари фаоллашди. Хусусан, август ойида иккиламчи бозорда жами **413 млрд. сўмлик** ва сентябрда жами **231 млрд. сўмлик** давлат

қимматли қоғозлари олди-сотдиси амалга оширилди. Бунда, тижорат банклари, Марказий банк ва Омонатларни кафолатлаш жамғармаси давлат облигациялари иккиламчи бозорининг фаол иштирокчилари бўлди (48-расм).

Ўз навбатида, бирламчи жойлаштиришда 5 ойлик давлат облигацияларининг ўртача даромадлилиги 14,1 фоиз бўлиб, муддати ошган сари даромадлилик камайиб борди ҳамда 2 йиллик облигациялар бўйича ўртача даромадлилик йиллик 8,5 фоизни ташкил этди. Айти пайтда, 3 йиллик давлат қимматли қоғозлари бўйича даромадлиликнинг 10,2 фоизни ташкил этиши ликвидликни тартибга солиш бўйича макропруденциал чоралар билан боғлиқ (49-расм).

Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати инструментларидан фойдаланиш даражаси ҳамда очиқ бозор операциялари ҳажми чекланганлиги, ўз навбатида, давлат қимматли қоғозлари бўйича даромадлилик эгри чизиғининг тўлақонли шаклланишига ва унинг пул бозоридаги ҳолатни тўғри акс эттиришига маълум маънода салбий таъсир кўрсатмоқда.



**Манба:** Марказий банк.

2020 йилдан инфляцион таргетлаш режими доирасида Марказий банк томонидан **асосий фоиз ставкаси ва фоиз коридорининг** жорий этилиши давлат қимматли қоғозлари даромадлилик эгри чизиғи шаклланишига ҳам ижобий таъсир кўрсатади.

Иккиламчи савдоларда шаклланган даромадлилик даражалари бирламчи жойлаштириш натижаларига ўхшаш бўлиб, **5 ойлик** давлат облигациялари бўйича **14,1 фоиздан 2 йиллик** давлат облигациялари бўйича **7,3 фоизгача** тушганлиги ҳамда **3 йиллик** қимматли қоғозларда **12,6 фоизгача** кўтарилиш кузатилди.

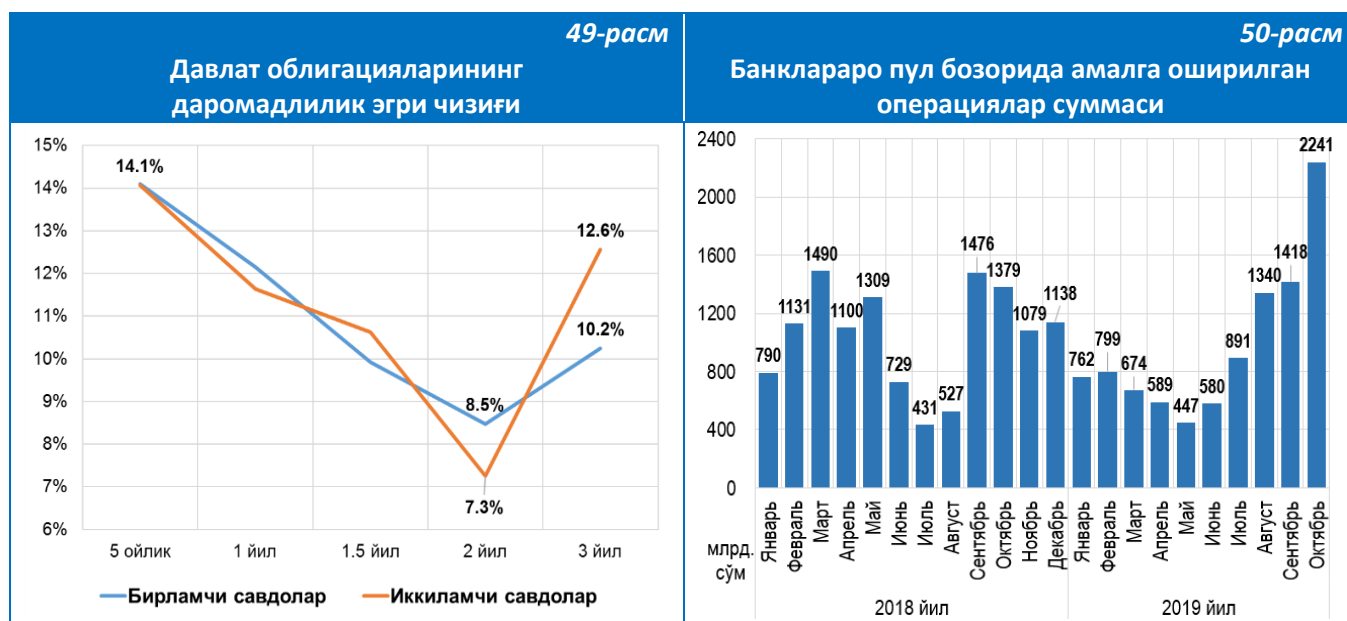
Бунда, иккиламчи савдолар III чорақда фаоллашганлигини инобатга олсак, тижорат банкларининг ўрта ва узоқ муддат учун инфляцион ва девальвацион кутилмаларида ўзгариш юз берганлиги кузатилади.

Бундан ташқари, даромадлилик эгри чизиғининг пасаювчи трендини банк тизимида ортиқча ликвидлик мавжудлиги ва тижорат банкларининг узоқ муддатли инвестицияларни амалга оширишга бўлган қизиқиши юқорилиги билан изоҳлаш мумкин.

2019 йилнинг III чорагида банк тизими ликвидлиги таркибий профицитининг сезиларли камайиши натижасида пул бозорида ўртача тортилган фоиз ставкаси Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкасига яқинлаша бошлади.

Банклараро пул бозорининг бугунги кундаги ривожланиш босқичида Молия вазирлигининг иштироки маълум маънода мазкур бозордаги банклараро операциялар ҳажмини пасайтирди. Молия вазирлиги ғазначилиги вақтинчалик бўш турган маблағларидан 3,8 трлн. сўмни 4 ойдан 1 йилгача бўлган муддатларда тижорат банкларига депозитларга жойлаштирди.

2018 йилнинг уч чорагида жами айланмалар миқдори қарийб 9 трлн. сўмни ташкил этган бўлса, жорий йилда бу кўрсаткич 7,5 трлн. сўмни ташкил этди. Шунингдек, сўнги октябрь ойи давомида банклараро пул бозорида операциялар анча фаоллашиб, уларнинг жами суммаси 2,2 трлн. сўмдан ошди (50-расм).



Манба: Марказий банк.

Бундай шароитда Марказий банк банклараро пул бозорининг мавжуд салоҳиятини инобатга олиб, мазкур бозорда нархларнинг бозор тамойилларида шаклланишини мустаҳкамлаш мақсадида пул бозорида амалга оширилиши кўзда тутилган операцияларини Молия вазирлиги операциялари билан мувофиқлаштириб борди.

Банклараро пул бозоридаги ўртача фоиз ставкаларининг қайта молиялаш ставкасига яқин даражада шаклланиши учун зарур шароитлар яратиш ва унинг маромли ўзгариш динамикасини таъминлаш мақсадида жорий йилнинг якунига қадар Марказий банкнинг **асосий ставкаси** ҳамда **фоиз коридорини** амалиётга татбиқ қилиш кўзда тутилмоқда.

#### Кредит канали

2019 йилнинг 10 оyi давомида Марказий банк пул-кредит сиёсатининг кредит канали орқали иқтисодиёт субъектларининг молиявий ресурслардан фойдаланиш кайфиятига таъсири барча субъектларга бир хилда бўлмади ва бу маълум маънода унинг самарадорлигини пасайтирди.

Хусусан, пул-кредит сиёсати шароитлари, макропруденциал чоралар, айниқса, кредитлар учун фоизлар тижорат кредитларидан фойдаланувчи хўжалик юритувчи субъектлар учун юқори бўлган бўлса, жисмоний шахслар ва айрим имтиёзга эга бўлган тадбиркорлик субъектлари учун анча енгил бўлди.

Ушбу ҳолат иқтисодиётга ажратилган кредитлар қолдиғининг ўсиш динамикасида ҳам ўз аксини топди.

2019 йил учун базавий<sup>3</sup> прогнозларда тижорат банклари кредит портфелининг ошиши 25 фоизни ташкил қилиши ва бунда кредитларни тижорат банкларининг молиявий имкониятларидан келиб чиқиб энг салоҳиятли йўналишларга, хусусан, ўтган йилларда ажратилган инвестицион кредитлар ҳисобига ташкил қилинган хўжалик субъектларини айланма маблағлар билан таъминлаш мақсадларига ажратилиши кўзда тутилган эди.

2019 йил 10 ойлик якунлари бўйича иқтисодиётга ажратилган кредитлар қолдиғи 40,0 фоизга (65,9 трлн. сўм) (алмашув курси ўзгариши ҳисобига хорижий валютадаги кредитларни қайта баҳолашларни ҳисобга олмаган ҳолда эса 30,6 фоизга ёки 50,5 трлн. сўмга) ошди (51-расм).

Мазкур даврда кредит қўйилмалари ҳажмининг кескин даражада ошиши асосан Ўзбекистон тикланиш ва тараққиёт жамғармаси маблағларидан фойдаланиш, банклар томонидан хорижий кредит линияларини фаол ўзлаштириш, шунингдек еврооблигацияларни жойлаштиришдан олинган маблағларни кредитларга йўналтириш ҳисобига юзага келди.

Алоҳида таъкидлаб ўтиш керакки, мазкур даврда миллий валютадаги кредит қўйилмалари ҳажми 34,2 фоизга (2018 йилнинг мос даврида – 62,2 фоиз), йиллик ҳисобда эса 43,9 фоизга ўсди.

<sup>3</sup> Монетар сиёсатнинг 2019 йил ва 2020-2021 йиллар даврига мўлжалланган асосий йўналишлари «Макроиктисодий ривожланиш сценарийлари», 99-бет.

Ўз навбатида, жорий йилнинг 10 ойида миллий валютадаги узоқ муддатли кредит қўйилмаси ўсишининг 56,7 фоизи жисмоний шахсларга ажратилган узоқ муддатли кредитлар ҳиссасига тўғри келди (52-расм).

Жисмоний шахсларга ажратилган узоқ муддатли кредитлар ҳажмининг сезиларли даражада кўпайгани давлат дастурлари доирасида ажратилган имтиёзли кредитлар, истеъмол кредитлари ва микроқарзлар ҳажмининг юқори суръатларда ўсиб боргани билан изоҳланади.

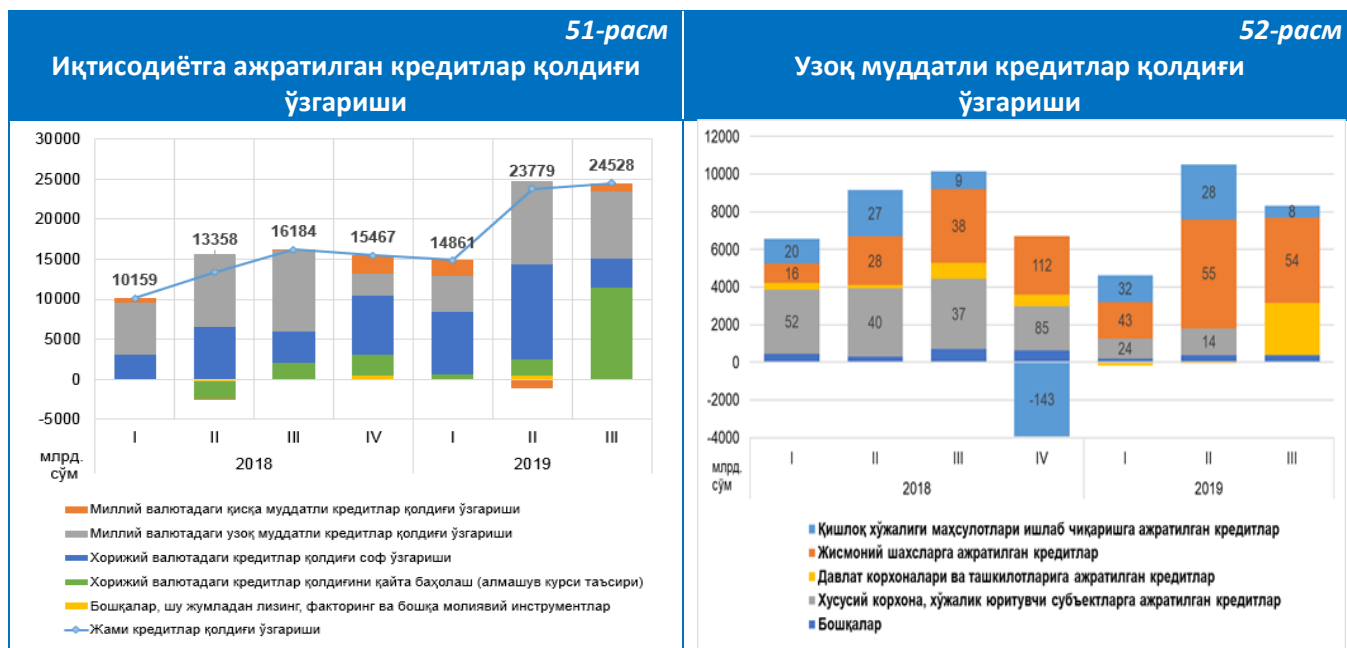
Хусусан, жорий йилнинг уч чорагида имтиёзли ипотека кредитлари қолдиғи қарийб 7,8 трлн. сўмга, давлат дастури асосида ажратилган узоқ муддатли кредитлар қолдиғи эса 4,0 трлн. сўмга ошди.

Шунингдек, кузатилаётган даврда иқтисодиётнинг реал секторига, хусусан, хусусий корхона ва хўжалик юритувчи субъектларга ажратилган кредитлар қолдиғининг ўсиш суръати **сезиларли даражада секинлашди**. Бунда, мазкур

корхона ва ташкилотларга ажратилган кредитлар қолдиғининг ўсиш суръати (8,6 фоиз) ўтган йилнинг мос давридаги кўрсаткичга нисбатан 7,7 баробарга пасайди.

Таҳлиллар шуни кўрсатмоқдаки, Марказий банк томонидан олиб борилаётган қатъий пул-кредит сиёсати трансмиссион механизмнинг кредит канали орқали ушбу корхона ва ташкилотлар учун кредит нархининг қимматлашиши уларнинг қарз юкини оширмасдан туриб ўз маблағлари ёки жалб қилинган маблағлар ҳисобига инвестицион фаолликни амалга оширишларига олиб келиши кутилмоқда.

Бироқ иқтисодиётга ажратилаётган кредитларнинг 55-60 фоизи имтиёзли кредитлар ҳиссасига тўғри келиши кредит каналининг самарали ишлашига салбий таъсир кўрсатмоқда ҳамда пул-кредит сиёсатининг қатъийлаштирилиши фақатгина айрим соҳалар учун берилаётган кредитларда ўз аксини топмоқда.



Манба: Марказий банк.

Кредитлар сегментациясини мақбуллаштириш мақсадида барча давлат дастурлари доирасида янгидан ажратиладиган имтиёзли кредитлар учун фоиз ставкасини 2020 йил 1 январдан бошлаб Марказий банкнинг қайта молиялаш ставкаси даражасида ва 2021 йилдан бозор фоиз ставкаларида белгилаш тартиби жорий қилинмоқда.

2019 йил 10 ойида иқтисодиётга ажратилган жами кредитлар қолдиғи ошишининг 61 фоизи хорижий валютадаги кредитлар (валюта курси ўзгариши ҳисобига қайта баҳолашлар билан бирга ҳисоблаганда) ҳиссасига тўғри келди.

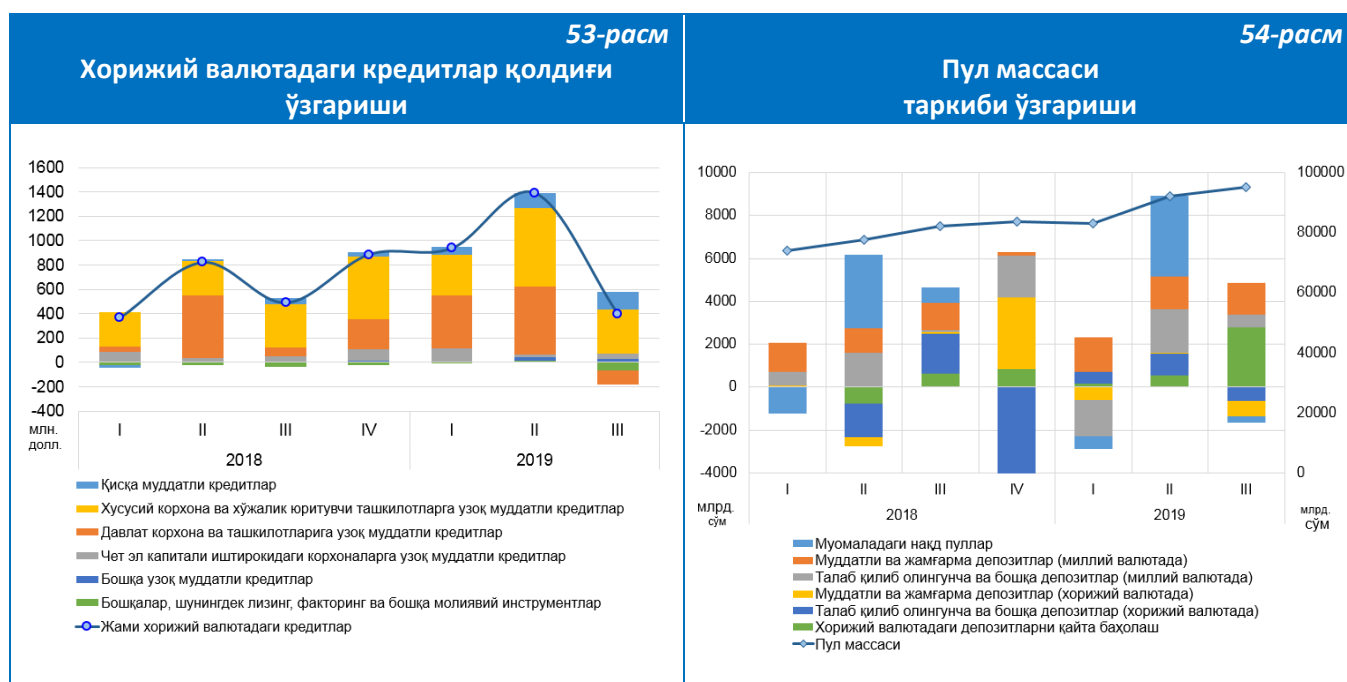
Мазкур даврда хорижий валютада ажратилган кредитлар қолдиғи 27,6 фоизга ёки 3,0 млрд. АҚШ долларига ошди (ўтган йилнинг мос даврида – 23,8 фоиз ёки 1,9 млрд. АҚШ доллари).

Сўнгги икки йилда хорижий валютадаги кредитларнинг қатъий пул-кредит сиёсати

кредит канали таъсиридан холи равишда катта ҳажмларда ошиб бориши ҳамда ушбу кредитлар бўйича валюта рискларининг мавжудлиги ўрта ва узоқ муддатли истиқболда молиявий тизим барқарорлигига нисбатан хавфларни юзага келтириши мумкин.

Хусусан, мазкур кредитларни қайтариш муддати келган пайтда ички валюта бозорида алмашув курсига девальвацион босим ошиши кутилмоқда. Юқорида келтирилган омиллар иқтисодиётда молиявий барқарорликни сақлаб туриш мақсадида хорижий валютадаги кредитлар бўйича макропруденциал чораларни кучайтиришни тақозо этмоқда.

Шунингдек, кредитлар ҳажмларининг юқори суръатда ўсиши, ўз навбатида, иқтисодиётда қарз юқининг юқори суръатларда ортиб боришига ва келгусида кредитлар бўйича қарзларга ўз вақтида хизмат кўрсата олмаслик бўйича молиявий хатарларни оширади.



Манба: Марказий банк.



### Жамғармалар канали

2019 йилнинг 10 ойида умумий пул массаси 15,8 фоизга ошиб, 97 трлн. сўмни ташкил этди. Бунда, миллий валютадаги пул массаси 14,9 фоизга кўпайган бўлса, хорижий валютадаги депозитлар (алмашув курси ўзгариши ҳисобига қайта баҳолашларни ҳисобга олмаганда) 1 трлн. сўм эквиваленти миқдорида ошди (54-расм).

Мазкур даврда пул массаси таркибида асосан муддатли депозитлар қолдиғи 41,3 фоизга, муомаладаги нақд пуллар 15,2 фоизга ошди.

Муомаладаги нақд пулнинг кўпайиши аҳоли томонидан тижорат банкларининг валюта айирбошлаш шохобчалари орқали сотилган валюта маблағларининг мавсумий ошиши билан изоҳланади.

Ушбу даврда миллий валютадаги муддатли депозитлар бўйича ижобий реал фоиз ставкаларининг сақланиб қолиши мазкур депозитлар қолдиғининг ўтган йилнинг мос давридаги кўрсаткичга нисбатан 1,6 бараварга

ошишига асос бўлди. Муддатли депозитлар ўзгаришининг пул массаси кўпайишидаги улуши 30 фоизни ташкил этди.

Пул-кредит сиёсатининг қатъийлаштирилиши натижасида миллий валютадаги депозитлар бўйича фоиз ставкаларининг сезиларли даражада кўтарилиши банк тизимидаги жамғармалар бўйича долларлашув даражасининг пасайишига, яъни жамғармаларнинг хорижий валютадаги депозитлардан миллий валютадаги депозитларга ўтишига шароит яратмоқда (55-расм).

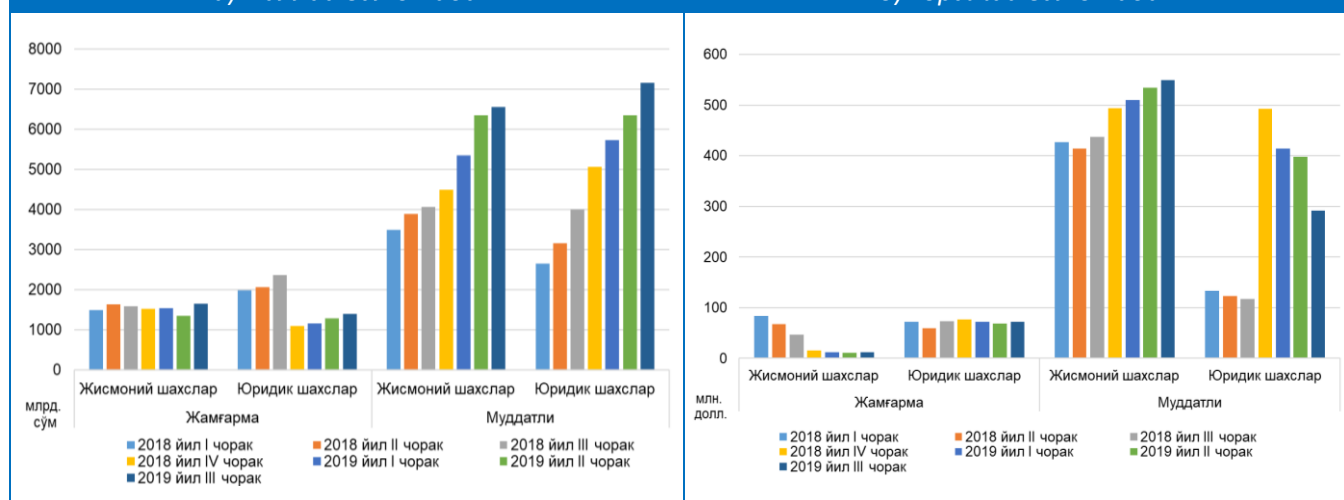
Хусусан, жорий йилнинг 10 ойида юридик шахсларнинг хорижий валютадаги муддатли депозитлари 176 млн. АҚШ долларига камайган бўлса, уларнинг миллий валютадаги муддатли депозитлари қолдиғи 1,8 трлн. сўмга кўпайди. Бу эса пул-кредит сиёсати трансмиссион механизми жамғарма канали самарадорлиги ошиб бораётганлигидан далолат беради.

55-расм

### Жамғарма ва муддатли депозитлар

а) миллий валютада

б) хорижий валютада



Манба: Марказий банк.

Шунингдек, жорий йилнинг 10 ойида юзага келган миллий валютанинг сезиларли даражада девальвацияси ва қисқа муддатли инфляцион кутилмаларнинг ўсишига қарамай, миллий валютадаги депозитларнинг кескин камайиши ёки таркибий ўзгаришлари рўй бермади. Бунда, ўсиш суръати пасайган бўлса-да, депозитларнинг ижобий динамикаси сақлаб қолинди (56-расм).

Бу, биринчи навбатда, тижорат банкларининг миллий валюта курси қадрсизланишига бозор тамойилларидан келиб чиқиб, миллий валютадаги омонатлар бўйича фоиз ставкаларини ошириш орқали муносабат билдирганликлари билан изоҳланади.

Ўз навбатида, жисмоний шахсларнинг хорижий валютадаги муддатли ва жамғарма депозитлари ҳажми девальвацион кутилмалар ҳисобига август ойида 12,7 фоизга ошиб, сентябрь ойида валюта курси барқарорлашганлиги сабабли 2,9 фоизлик пасайди ва октябрь ойида 2,9 фоизлик ўсиш кузатилган.

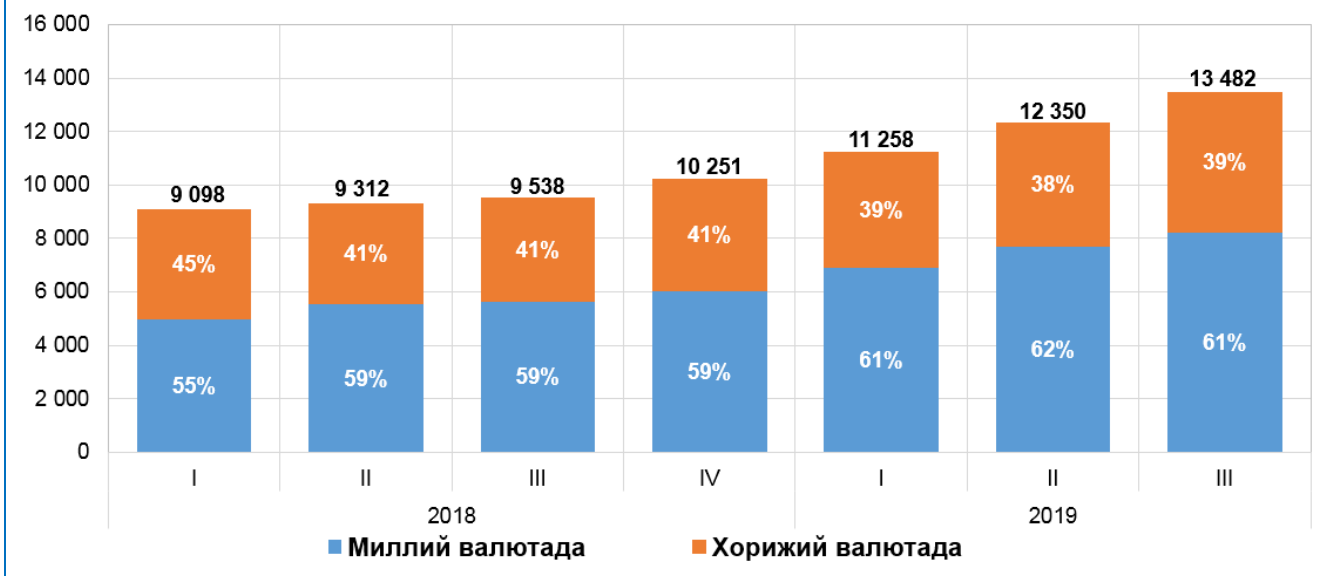
### Коммуникацион канал

2018 йилдан бошланган Марказий банкнинг коммуникацион очиқлик сиёсати 2019 йилда ҳам давом эттирилди ва такомиллаштириб борилди. Бунда, асосий эътибор аҳолининг молиявий саводхонлигини ошириш, Марказий банк томонидан қабул қилинаётган қарорларни аҳоли, тадбиркорлик субъектлари ва давлат бошқарув органларига ўз вақтида, оддий ва тушунарли тилда етказиш, пул-кредит сиёсатининг жорий ҳолати бўйича хабардорлигини оширишга қаратилмоқда.

Марказий банк расмий веб-саҳифасида ҳамда Телеграм каналида мунтазам эълон қилиб борилаётган янгилик, пресс-релизлар, чорақлик инфляцион кутилмалар бўйича ҳисоботлар ва пул-кредит сиёсати шарҳлари, статистик маълумотлар базаси, ташкил этилаётган матбуот анжуманлари ва Марказий банк ходимларининг интервьюлари иқтисодий субъектларининг банк тизимидаги ўзгаришлардан хабардорлигини оширишга хизмат қилмоқда.

56-расм

### Жисмоний шахсларнинг муддатли ва жамғарма омонатлари (млрд. сўм)



Манба: Марказий банк.

Марказий банк фаолияти шаффофлиги ва асосли «жиловланган» инфляцион ҳисобдорлигини таъминлаш, аҳолини ўз кутилмаларни шакллантириш инфляцион вақтида сифатли маълумотлар билан таргетлаш режимига ўтишда муҳим аҳамият таништириб бориш ва бу орқали уларда касб этади.

## V. Молиявий барқарорлик ва макропруденциал чоралар

### 5.1. Молиявий барқарорлик тушунчасининг моҳияти ва аҳамияти

Инфляцион таргетлаш режими доирасида нархлар барқарорлигини таъминлаш билан бир қаторда Марказий банк олдида банк тизими ва тўлов тизими барқарорлигини таъминлаш мақсадлари ҳам туради.

Тўлов тизими барқарорлиги орқали бутун иқтисодий жараёнларнинг узлуксизлиги таъминланса, банк тизими барқарорлиги молиявий барқарорликка эришишнинг муҳим омили ҳисобланади.

Юқоридаги мақсадлардан бирининг амалга оширилиши ҳар доим ҳам бошқа мақсадларнинг бажарилишини англатмайди. Мамлакатда нархлар барқарорлигининг таъминланиши молиявий барқарорликни ҳар доим ҳам кафолатламайди. Аксинча, молиявий барқарорликнинг таъминланиши узоқ муддатли нархлар барқарорлигига эришишнинг асосий шартларидан бири ҳисобланади.

Молиявий барқарорлик деганда молия секторидаги институтларнинг ўз вазифа ва мажбуриятларини узлуксиз ва тўлиқ бажара олиши, шу жумладан, жамғармаларнинг инвестицияларга айланишига хизмат қилиши ҳамда уларнинг кўзда тутилмаган таъсирларга бардошлилигини сақлаб қолиши тушунилади.

Тижорат банклари активларининг молия тизими умумий ҳажмидаги улуши юқорилиги ҳисобига банк тизими ҳолати, ўз навбатида, мамлакатимиздаги молиявий барқарорлик

даражасини кўрсатиб берувчи асосий мезонлардан бири ҳисобланади.

Молиявий барқарорликни таъминлаш мақсадида микропруденциал ва макропруденциал чоралар қўлланилади.

**Микропруденциал** чоралар рискларни (хатарларни) бошқариш тамойилларига асосан ҳар бир банк фаолиятини мониторинг қилиш ва муайян банкда юзага келиши мумкин бўлган номутаносибликларга ўз вақтида чора кўриш имконини яратади.

Бунда, Марказий банк тижорат банклари учун умумий талабларни, хусусан, мажбурий захира, капитал ва ликвидликка бўлган талаблар, кредит ва валюта рискларини диверсификациялаш ва бошқа норматив меъёрларни ўрнатади.

**Макропруденциал** чоралар молия тизимига умумий таъсир кўрсатиб, иқтисодий нобарқарорликка олиб келиши мумкин бўлган хатарларнинг олдини олишга, молия тизимининг турли хилдаги хатарлардан ҳимояланганлиги ва уларга бардошлилигини таъминлашга қаратилган бўлади.

Одатда, макропруденциал чоралар иқтисодиётдаги кредитлар ҳаддан ташқари ўсишининг олдини олиш, валютага оид хатарларни чегаралаш, тизимли муҳим банкларда рисклар жамланишининг олдини олиш, трансчегаравий капитал оқимларини бошқаришда қўлланилади.

Шунингдек, ушбу чоралардан иқтисодий ривожланиш жорий ҳолати динамикаси унинг узоқ муддатли барқарор траекториясидан сезиларли даражада оғганда иқтисодий фаолликни рағбатлантириш ёки пасайтириш мақсадида фойдаланилади.

Бунда, юзага келиши мумкин бўлган тизимли хатарларни аниқлаш ва тартибга солиш мақсадида кенг қамровли инструментлар тўпламига эга бўлиш муҳим ҳисобланади.

Фойда ва таваккалчилик ўртасида тўғри боғлиқлик мавжудлиги сабабли амалиётда хатарлардан холи молия тизими яратишнинг имкони йўқ. Шунинг учун қўлланилаётган чоралар фақатгина юзага келиши мумкин бўлган хатарларни минималлаштиришга ва бу орқали молиявий барқарорликни таъминлашга қаратилган бўлади.

Бунда, юзага келиши мумкин бўлган хатарларни аниқлаш ва уларнинг нархлар динамикаси ва узоқ муддатли иқтисодий ўсишга таъсирини баҳолаган ҳолда хатарларга таъсир кўрсатишнинг самарали тизимини йўлга қўйиш муҳим ҳисобланади.

Молия тизимидаги рискларни аниқлашда бир қатор ёндашувлар мавжуд бўлиб, «стресс-тест» услуби шулардан бири ҳисобланади.

Бу услуб кредит, валюта ва фоиз рисклари, кредит портфелининг концентрациялашув хатари, ликвидлик каби рисклардан кўрилиши мумкин бўлган потенциал йўқотишлар кўламини аниқлаш имконини беради.

Таъкидлаш жоизки, нархлар барқарорлиги ва иқтисодий ўсишни таъминлаш мақсадида молиявий тизимда юзага келиши мумкин бўлган хатарларни эътиборга олмаслик

келгусида катта йўқотишларга олиб келиши мумкин. Маълумки, бундай шароитда иқтисодий ўсиш вақтинчалик характерга эга бўлиб, узоқ муддатли даврда барқарор бўлмайди.

Иқтисодиётда нархлар ва молия тизими барқарорлигини таъминлаш орқали иқтисодий ўсишга эришилганда ушбу ўсиш динамикаси узоқ муддатли даврда ташқи шокларга нисбатан ўз барқарорлиги ва йўналишини сақлаб қолади.

Халқаро тажрибада мамлакатларда рўй берган иқтисодий қийинчиликлар ва валюта инқирозларидан олдин, аксарият ҳолларда, молиявий нобарқарорликлар ёки шу билан боғлиқ муаммо ва хатарларнинг кўпайиши кузатилган.

Шу нуқтаи назардан, Марказий банк пул-кредит сиёсатини юритишда макро-пруденциал чораларнинг мамлакатдаги умумий иқтисодий ва молиявий шароитлар шаклланишига таъсирини ҳам ҳисобга олади.

## 5.2. Молиявий барқарорлик кўрсаткичлари таҳлили

Халқаро валюта жамғармаси тизимли хатарларни баҳолашда банкларнинг капитали монандлиги, жами банк кредитлари таркибида муаммоли ва умидсиз кредитларнинг улуши, банк активлари ва капиталнинг рентабеллиги каби бир қанча кўрсаткичлардан фойдаланади.

Халқаро тажрибада молиявий барқарорлик кўрсаткичларини таҳлил қилишда иқтисодиётни 4 муҳим секторга ажратиш ва ушбу секторларда молиявий барқарорлик индикаторларини ҳисоблаш амалиёти кенг қўлланилади.

## 1. Банк тизими

### Банк кредитларининг ЯИМга нисбати

Банк кредитлари миқдорининг ЯИМга нисбати мамлакатдаги ички қарз юкини кўрсатувчи индикаторлардан бири бўлиб, аксарият ривожланаётган давлатларда ўртача 35-55 фоизни ташкил қилади.

Мамлакатимизда 2016 йилнинг II ярмидан бошлаб иқтисодиётни кредитлаш ҳажмларининг ЯИМга нисбати сезиларли даражада ўсиши кўзатишмоқда. 2019 йилнинг 9 ойлик яқунлари бўйича ушбу кўрсаткич **44,8 фоизни** ташкил этди (57-расм).

Ушбу кўрсаткичнинг ривожланаётган давлатлар учун хос бўлган чегарадан ошмаган бўлишига қарамай, қисқа вақт ичида ушбу кўрсаткич юқори ўсиш суръатини намоян қилди (сўнгги 8 чорак давомида мазкур кўрсаткич **10 фоиз** бандга ошган).

Иқтисодиётда содир бўлаётган таркибий ислохотлар ва либерализация шароитида кредитлар ҳажмининг ўсиши табиий жараёнدير, бироқ мазкур ўсиш мос равишда

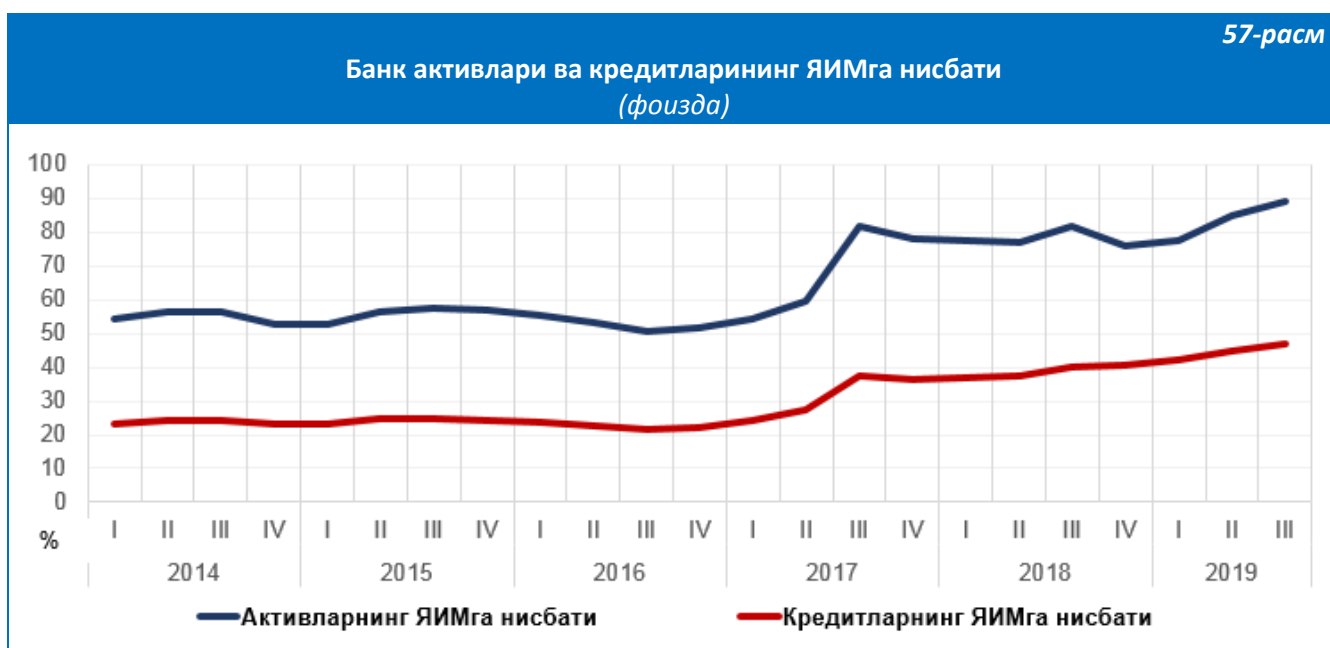
иқтисодий ўсишга ҳамоҳанг бўлиши, уни таъминлаши ҳам муҳим аҳамиятга эга.

Таъкидлаш жоизки, иқтисодиётдаги қарз мажбуриятларининг ишлаб чиқариш ҳажмлари ва даромадлар ўсишига нисбатан тезроқ суръатларда ўсиши ўрта ва узоқ муддатли истиқболда қарзга хизмат кўрсатиш бўйича номутаносибликларни келтириб чиқаради.

Бу эса, ўз навбатида, аҳоли ва бизнес субъектлари тўлов қобилиятининг пасайиши натижасида банк тизими барқарорлигига таъсир кўрсатиши мумкин.

### Банк капиталининг активларига нисбати

Банк тизимида юзага келиши мумкин бўлган хатарларнинг олдини олиш мақсадида тижорат банкларининг ресурс базаси етарли ва барқарор бўлиши лозим. Банк хусусий капиталининг активларига нисбати кўрсаткичи активларнинг хусусий капитал ҳисобига молиялаштирилиш умумий даражасини белгилайди.



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Иқтисодиётда кредитлаш билан боғлиқ хатарлар ўсиши ҳисобига банк жами активларининг хатар даражаси ошганда хатарларни «суғурталаш» мақсадида унинг капиталини ҳам мос равишда ошириш зарурати туғилади.

Капиталнинг монандлик даражаси бўйича талаблар банк капиталининг рискка тортилган активларга нисбатини ҳисоблаш орқали аниқланади. Бу борада халқаро Базель қўмитасининг (Базель III) тавсиялари муҳим аҳамиятга эга.

Ўзбекистон банк тизими учун ушбу кўрсаткич бир неча йиллар давомида 15 фоиз атрофида шаклланиб, 2019 йилнинг III чораги якунлари бўйича 15,6 фоизни ташкил этди (58-расм).

#### **Депозитларнинг кредитларга нисбати**

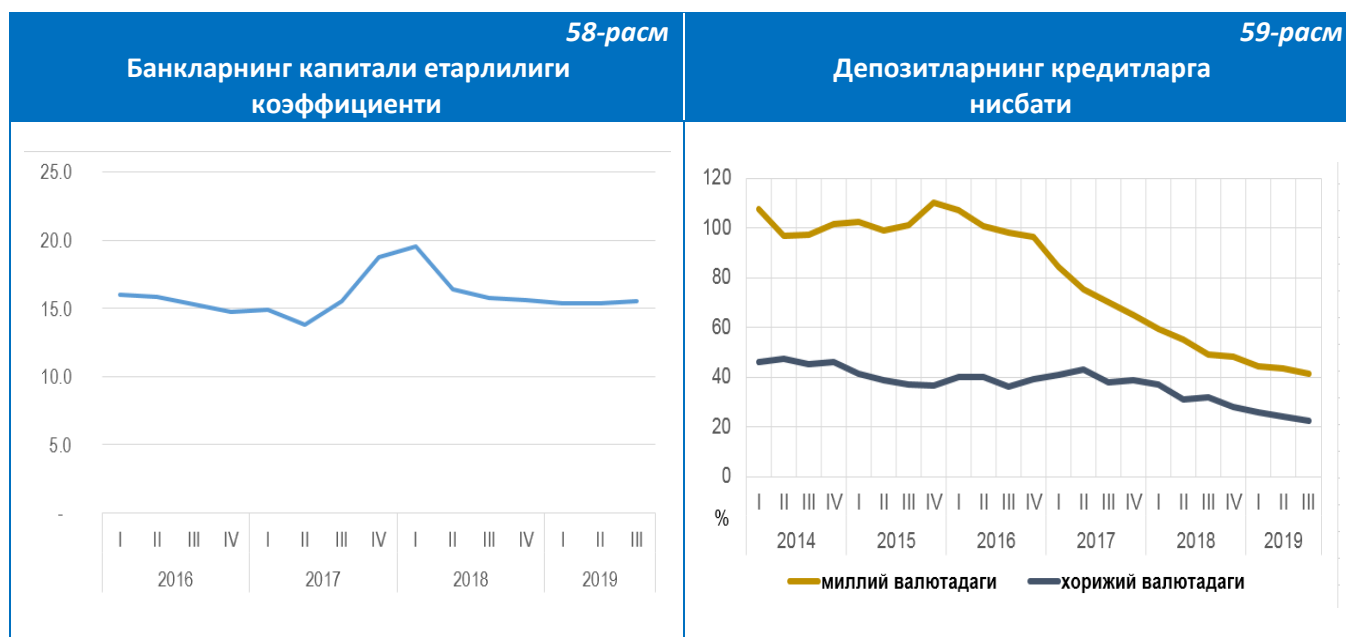
Халқаро амалиётга мувофиқ, ривожланаётган мамлакатларда депозитларнинг кредитларга нисбати 90-110 фоиз оралиғида бўлиши мақбул ҳисобланади.

Сўнги йилларда тижорат банклари томонидан жалб қилинган депозитларнинг кредитларга нисбати сезиларли даражада

пасайиш тенденциясини кўрсатмоқда. Хусусан, 2016-2017 йилларда ушбу кўрсаткич миллий валютада 95-105 фоиз оралиғида шаклланган бўлса, 2019 йилнинг уч чораги якуни бўйича 53,2 фоизгача пасайди. Хорижий валютадаги депозитлар бўйича эса 2016-2017 йилларда 40 фоизлик кўрсаткичдан 2019 йилнинг учинчи чорагида 28,4 фоизгача камайди (59-расм).

Депозитларнинг кредитларга нисбати таҳлили мамлакатимизда ушбу кўрсаткич ривожланаётган мамлакатларнинг мос кўрсаткичларидан анча паст эканлигини кўрсатмоқда.

Тижорат банклари ресурс базасида депозитлар улуши 36 фоизни ташкил этади. Бундан ташқари, кредит қўйилмаларининг марказлаштирилган манбалар ҳисобидан молиялаштирилиши (банк тизими кредит портфелининг 90 фоизи давлат банклари улушига тўғри келади), ўз навбатида, тижорат банкларининг депозит жалб қилиш орқали ресурс базасини кенгайтиришга бўлган қизиқишини камайтиради.



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Банклар томонидан жалб қилинган депозитларнинг ЯИМга нисбати бугунги кунда 19 фоизни ташкил қилмоқда. МДХ давлатларида мазкур кўрсаткич 30-55 фоиз доирасида шаклланган.

## 2. Давлат сектори

### Бюджет дефицити (тақчиллиги)

Халқаро тажрибада бюджет тақчиллиги мамлакатда инфляциянинг тезлашишига олиб келиши мумкин бўлган кўрсаткич сифатида баҳоланади.

2005-2017 йиллар давомида Ўзбекистон Республикаси давлат бюджети харажатларни сунъий чеклаш орқали маълум миқдордаги профицит билан ижро этилган (60-расм).

2018 йилнинг II ярмидан бошлаб давлат бюджетининг тақчиллик билан ижро этилиши таркибий ислохотларни амалга ошириш, инвестицион «чанқоқлик», иқтисодиёт тармоқларининг янгиланиши, шунингдек, ижтимоий соҳаларнинг қўллаб-қувватланиши билан боғлиқ давлат харажатларининг ўсиши билан изоҳланади.

Шу ўринда пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш ҳамда Марказий банк ва Ҳукуматнинг нархлар барқарорлиги ҳамда

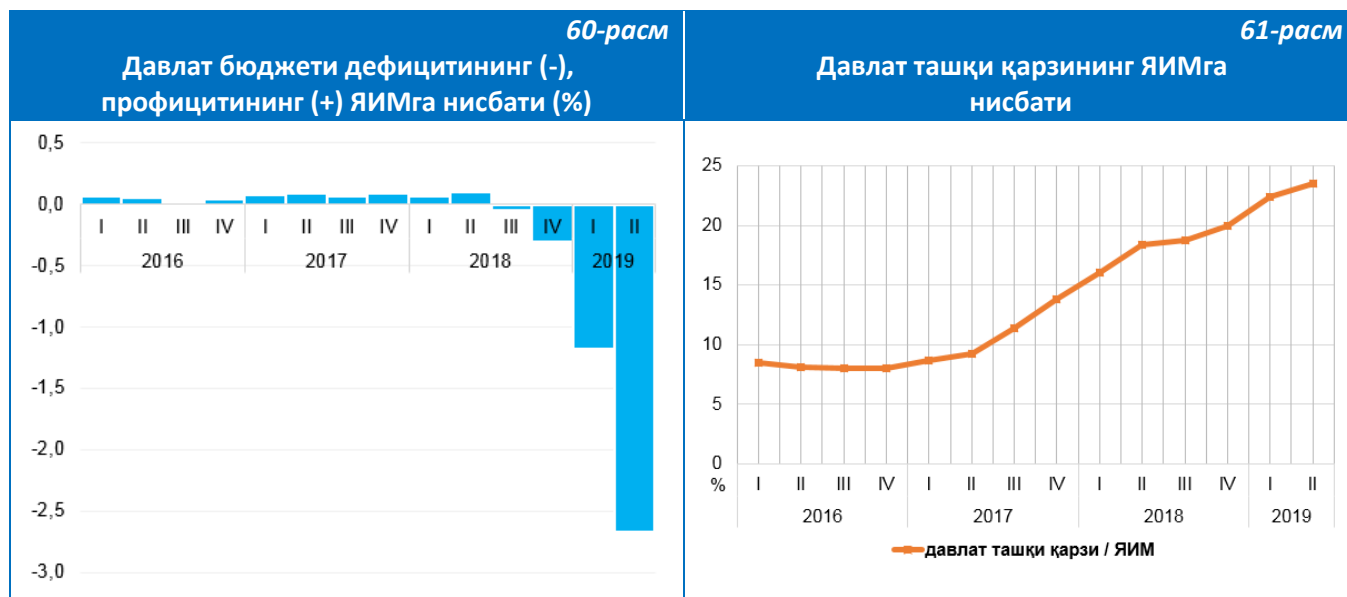
инфляциянинг мақсадли кўрсаткичларига эришишдаги биргаликдаги ҳаракатлари бўйича йўл харитасида фискал баланс дефицитини босқичма-босқич пасайтириб бориш орқали 2022 йилда ЯИМга нисбатан 1,5 фоизгача тушириш кўзда тутилган.

### Давлат қарзининг ЯИМга нисбати

Давлат қарзининг ЯИМга нисбати кўрсаткичи ўзгариши қарз эволюциясини ва уни қайтариш салоҳиятини аниқлашга имкон бериб, давлатнинг тўлов қобилиятини акс эттиради ҳамда мамлакат ташқи молиявий позицияси ҳолатининг ўзгаришини кўрсатади.

Сўнгги икки йилда давлат ташқи қарзининг ЯИМга нисбати динамикасида барқарор ўсиш кузатилди ва 2019 йил I ярим йиллик натижаларига кўра бу кўрсаткич 23,5 фоизни ташкил этди (61-расм).

Ушбу кўрсаткич динамикасининг ўсиб бориши, ўз навбатида, келгуси даврларда давлат қарзига хизмат қилиш бўйича аниқ механизмларни ва юзага келиши мумкин бўлган салбий оқибатларнинг олдини олишга қаратилган чора-тадбирларни ишлаб чиқишни тақозо этади.



Манба: Молия вазирлиги.



### Ташқи қарзнинг ЯИМга нисбати

Ташқи қарзнинг умумий даражаси давлат ташқи қарзидан ташқари хусусий секторнинг норезидентлар олдидаги хорижий валютадаги қарзларини ҳам ҳисобга олади.

Ташқи қарзнинг иқтисодий таъсири турли мамлакатлар учун турлича ҳисобланади. Хусусан, ривожланаётган мамлакатларда ташқи қарзнинг ЯИМга нисбати 60 фоизга етганда, ўртача иқтисодий ўсиш суръати 2 фоизга пасайиши мумкин.

Ўзбекистон ташқи қарзининг ЯИМга нисбати 2019 йилнинг биринчи ярим йиллик якуни бўйича дастлабки ҳисоб-китобларга кўра 38 фоизни ташкил этади.

Маҳаллий банклар томонидан хорижий кредит линиялари ўзлаштирилишининг фаоллашуви мамлакат ташқи қарзини ошириб, валюта курси тебранишларига нисбатан сезувчанлигининг ортишига олиб келиши мумкин (62-расм).

### Реал эффектив алмашув курси

Реал эффектив алмашув курси мамлакатнинг асосий савдо ҳамкорлари маҳсулотларига нисбатан маҳаллий товарларнинг нарх рақобатдошлигини, савдо

ҳамкорларидаги инфляция даражасини ҳисобга олган ҳолда миллий валюта курсининг ўзгариши кўрсаткичидир.

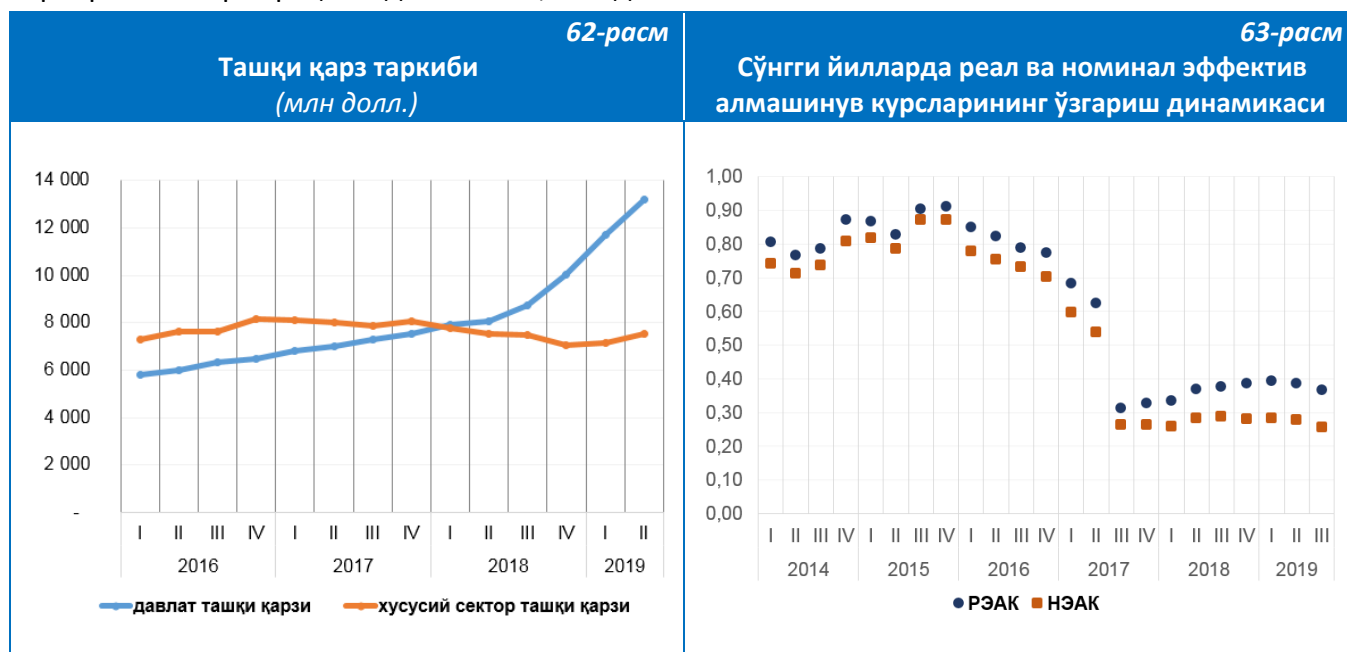
Реал эффектив алмашув курсининг маълум санадаги ҳолатидан кўра унинг тренди муҳим ҳисобланади. Агар унинг жорий ҳолати ўзининг табиий трендидан катта фарқ қилса, бундай ҳолат ички нархларга ва номинал алмашув курсига маълум бир босимни вужудга келтиради.

2017 йилнинг II ярмидан бошлаб реал эффектив алмашув курсининг пасайиши асосан миллий валюта девальвацияси ҳисобига юз берди.

2019 йилнинг II чораги натижаларига кўра мамлакатимизда мазкур кўрсаткич **0,37** ни ташкил этиб, охириг икки чорак билан солиштирганда деярли ўзгармади (63-расм).

### Олтин-валюта захираси

Халқаро тажрибада олтин-валюта захираларининг етарлилиги, унинг маълум вақт давомида импортни қоплаш имконияти ўрганилади (минимал захира миқдори **3 ойлик импортни ёки йиллик ташқи қарзга** хизмат кўрсатиш ҳажмини қоплай олиш учун етарли бўлиши керак).



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

2019 йилнинг III чораги якунларига кўра Ўзбекистон Республикасининг олтин-валюта захиралари ҳажми 27,4 млрд. АҚШ доллари миқдорига, яъни қарийб 13 ойлик импортни қоплашга етарли даражада шаклланган.

Ушбу кўрсаткич мамлакатнинг халқаро бозорлардаги номутаносибликларга нисбатан бардошлилиги ҳамда ташқи иқтисодий ва сиёсий шокларга қарши тура олишини кўрсатади.

#### 4. Реал сектор

##### Ишлаб чиқариш тафовути

Иқтисодиётнинг жорий ҳолатига умумий баҳо бериш ва макроиқтисодий кўрсаткичларни таҳлил қилишда ишлаб чиқариш тафовутини (output gap) аниқлаш муҳим ўрин эгаллайди. Ишлаб чиқариш тафовути амалдаги ва потенциал ЯИМ ҳажмлари ўртасидаги фарқ ҳисобланади.

Ижобий ишлаб чиқариш тафовути (ишлаб чиқариш реал ҳажмининг потенциалдан

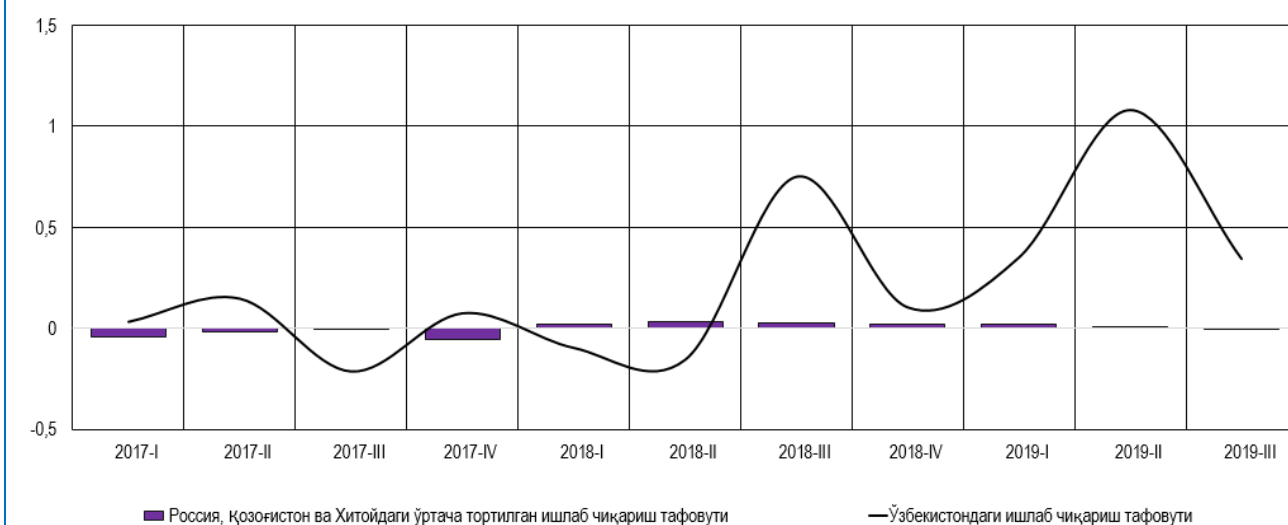
ортган ҳолати) иқтисодиётда талабнинг ошгани ҳисобига нархлар ўсишига босимнинг кучайиши сабабли пул-кредит сиёсатини қатъийлаштириш зарурлиги ҳақида сигнал берса, манфий ишлаб чиқариш тафовути, аксинча, мамлакатда пул-кредит сиёсатини юмшатиш кераклигини кўрсатади.

Амалга оширилган таҳлиллар сўнгги йилларда мамлакатимизда ишлаб чиқаришнинг ижобий тафовути юзага келганлигини кўрсатмоқда. Хусусан, 2018 йилнинг II чорагидан бошлаб **0,3-1,1 фоиз** оралиғида ижобий ишлаб чиқариш тафовути кузатилмоқда (64-расм).

Бу эса иқтисодиётда юқори талаб ва узоқ йиллардан бери шаклланган «инвестицион чанқоқлик» натижасида иқтисодиётга катта миқдордаги маблағларнинг йўналтирилиши ва бу маблағларни самарали ўзлаштириш учун таклиф омилларининг етарли эмаслиги билан изоҳланади.

64-расм

#### Ишлаб чиқариш тафовути динамикаси



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

## Иловалар

### 1-илова

#### Пул-кредит сиёсатини юритишда инфляцион таргетлаш режимининг афзалликлари

Инфляцион таргетлаш режимда пул-кредит сиёсати олиб бораётган марказий банклар аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмаларини жиловлаш мақсадида уларнинг марказий банкка бўлган ишончини мустаҳкамлашга ҳамда кенг жамоатчилик билан коммуникацияни ривожлантиришга катта эътибор қаратади.

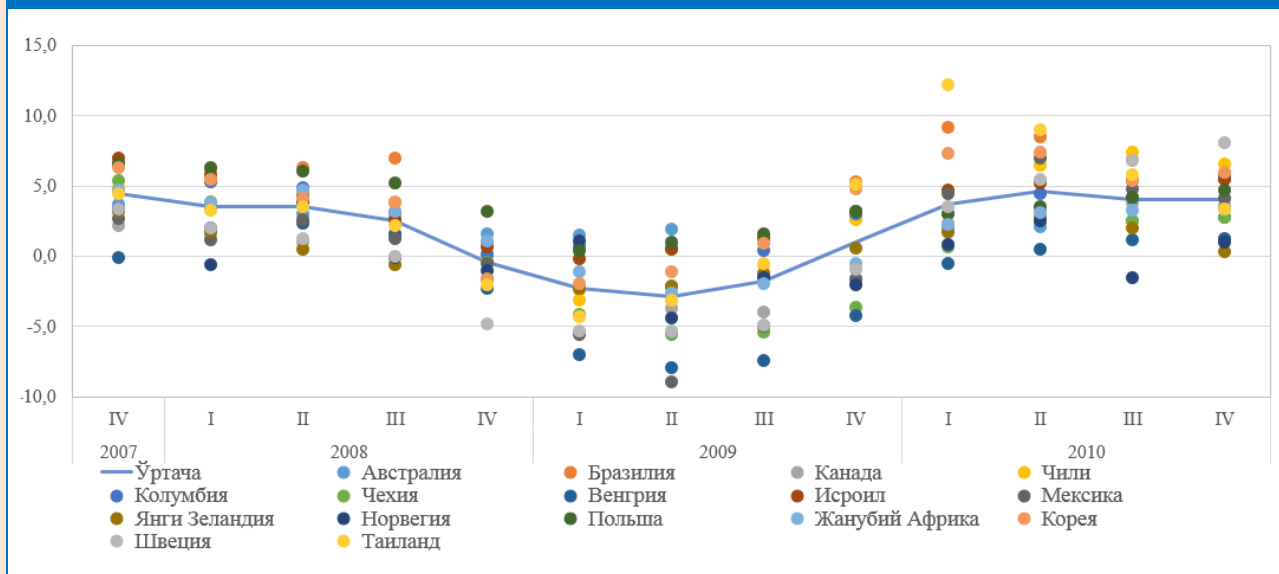
Шу билан бирга, инфляцион таргетлаш режимда пул-кредит сиёсатини юритиш маълум даражада эркин шаклланадиган алмашув курси бўлишини талаб этади ва бу, ўз навбатида, мазкур режимнинг баъзи ташқи шокларга чидамлилигини оширади.

Инфляцион таргетлаш режимининг афзалликлари 2007-2009 йиллардаги глобал молиявий-иқтисодий инқироз даврида ҳамда Европа инқирози даврида яққол намоён бўлди. Инқироздан олдинги кредит «портлашлари» даврида инфляцион таргетлаш режимдаги марказий банклар инфляцион таргетларига эришиш учун қатъий пул-кредит сиёсати олиб бордилар.

Шунингдек, ипотека ва кўчмас мулк бозорларида «пуфаклар» ҳосил бўлаётган бир пайтда, инфляцион таргетлаш режимда фаолият олиб бораётган мамлакатларда юқори номинал фоиз ставкаларининг мавжудлиги инқироз бошланган даврда фоиз ставкаларини кўпроқ тушириб, банк тизимини ликвидлик билан таъминлаш ва иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватлашга имкон берди. Шунингдек, ушбу давлатларда иқтисодий ўсишни рағбатлантириш учун фавқулодда зарурий фискал чораларга камроқ эҳтиёж сезилди.

Айни пайтда, инқироздан олдинги даврларда ўта юмшоқ пул-кредит сиёсати олиб бораётган баъзи давлатлар иқтисодиётларини инқироздан олиб чиқиш, молиявий барқарорликни таъминлашда «ликвидлик тузоғи»га дуч келиб, дефляцион хатарларни бартараф этиш мақсадида номинал фоиз ставкаларини ноль фоиз ставкадан ҳам пастга туширишга мажбур бўлдилар.

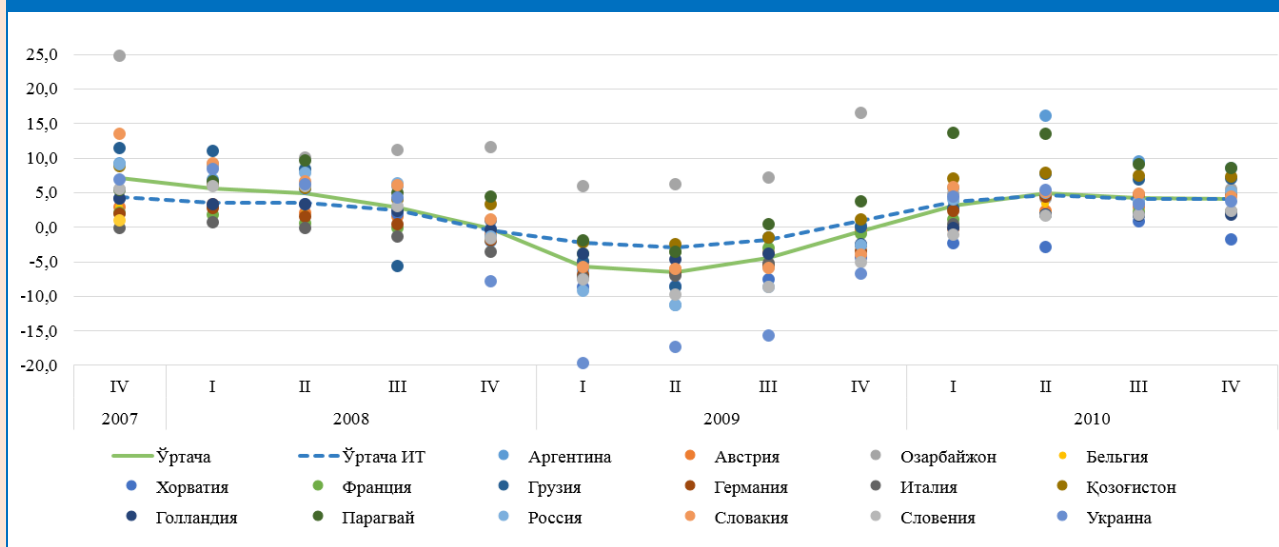
#### Инфляцион таргетлаш режимдаги давлатларда иқтисодий ўсиш



**Манба:** Марказий банклар маълумотлари асосида.

Натижада пул-кредит сиёсати ва молия тизимидаги мазкур муаммолар инқироз даврида мамлакатларнинг реал иқтисодий ўсиш суръатларида ўз аксини топди. Инфляция таргетлаш йўлини танлаган иқтисодиётлар инқироздан олдинги даврга нисбатан бир оз пастроқ иқтисодий ўсиш суръатларига эришган бўлишса-да, **глобал молиявий-иқтисодий инқироздан жиддий иқтисодий талофатларсиз ўтишга муваффақ бўлдилар.**

#### Бошқа режимларда пул-кредит сиёсати юритган давлатларда иқтисодий ўсиш



**Изоҳ:** Қозоғистон, Россия, Украина кейинчалик инфляцияни таргетлаш режимидаги мамлакатлар гуруҳига қўшилди.

**Манба:** Марказий банклар маълумотлари асосида.

Масалан, 2007 йилда инфляция таргетлаш режимида макроиқтисодий сиёсат олиб бораётган 16 давлатда ўртача иқтисодий ўсиш 4,4 фоизни ташкил этган бўлса, инфляция таргетлашдан бошқа режимларда сиёсат юритаётган 16 давлатда ушбу кўрсаткич 7,1 фоизга етган.

Шундай бўлишига қарамай, молиявий-иқтисодий инқирознинг юзага келиши билан инфляция таргетлашдан бошқа режимларда пул-кредит сиёсати олиб бораётган мамлакатлар катта миқдорда иқтисодий йўқотишларни бошдан кечиришди.

2-илова

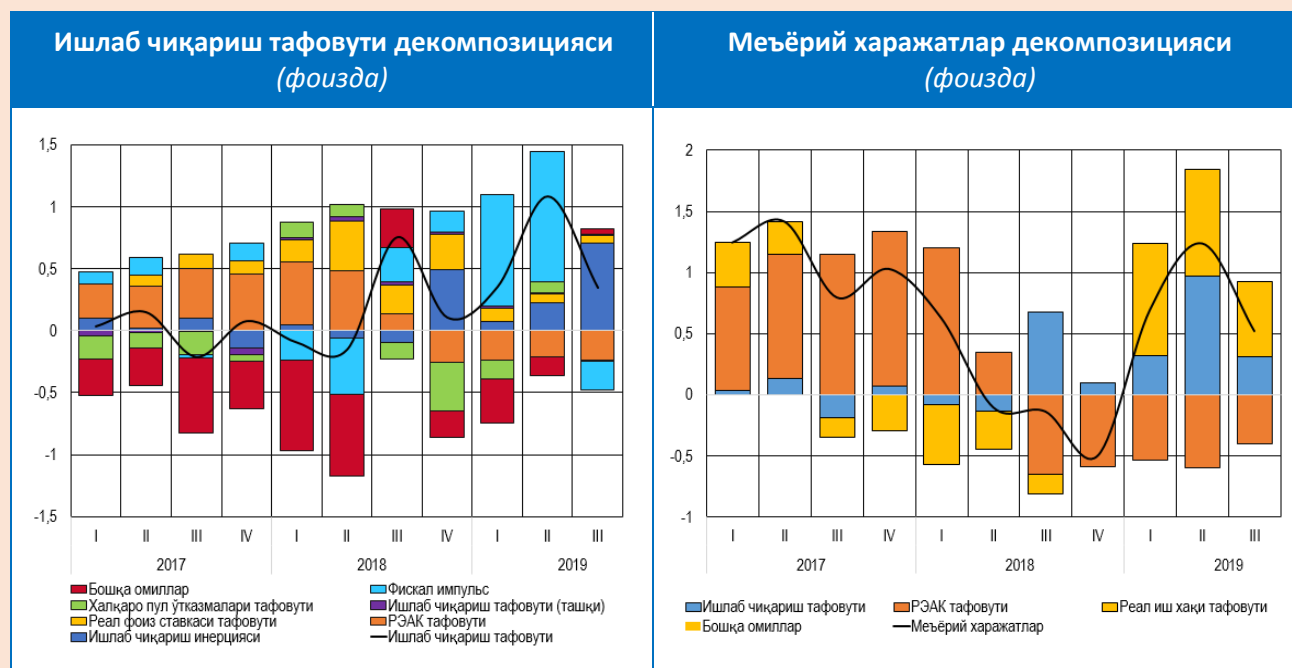
Инфляцияни юзага келтирувчи омиллар таҳлили

Инфляцион жараёнларнинг шаклланиши таҳлил қилинганда асосий эътибор ялпи талаб ва таклиф, харажатлар инфляциясини ўрганишга қаратилади. Харажатлар инфляцияси дейилганда, ишлаб чиқариш харажатларининг ошиши, шу жумладан, иш ҳақи харажатларининг ошиши, хомашёнинг қимматлашуви, солиқ тўловларининг ошиши ва бошқалар ҳисобига нархлар даражаси ўсиши назарда тутилади. Бунда, ишлаб чиқариш харажатларининг ошиши иқтисодиётда ялпи таклиф ҳажмига салбий таъсир кўрсатади. Талабнинг аввалги даражасида сақланиб қолиши шароитида харажатлар ошиши истеъмол нархларига таъсир ўтказади ҳамда харажатлар инфляциясининг вужудга келишига сабаб бўлади.

Талаб инфляцияси тушунчаси халқаро иқтисодчилар томонидан фаол қўлланилиб келинади ва ялпи талаб ҳамда ялпи таклиф ўртасида номутаносиблик натижасида келиб чиқади. Бунинг асосий сабаблари давлат харажатларининг ошиши ва иқтисодиётни юқори суръатда кредитлаш ҳисобига пул массасининг кескин ўсиши, «тенглаштирувчи» омиллар (масалан, тартибга солинадиган нархларнинг индексацияси), инфляцион кутилмалар ва аҳоли даромадларининг ўсиши бўлиши мумкин.

Инфляцияни келтириб чиқарувчи омилнинг биринчи белгиси жорий ишлаб чиқариш ҳажми потенциал ишлаб чиқариш ҳажмидан юқори ёки кам (ижобий/салбий тафовут) бўлишида кузатилади. Ишлаб чиқариш тафовути талаб томондан шоклар ёки таклиф томондан ўзгаришлар туфайли юзага келиши мумкин. Бундай вазиятда ишлаб чиқариш тафовути инфляциянинг таргетидан оғиши сабабли ишчи кучи бозорида мувозанатнинг бузилиши ва ишлаб чиқариш қувватларидан самарасиз фойдаланиш билан боғлиқ.

Мамлакатимизда сўнгги пайтларда кузатилган инфляциянинг тезлашиши иқтисодиётда ички талабнинг юқори ўсиши билан изоҳланади. Давлат харажатлари, иқтисодиётни кредитлаш ва номинал иш ҳақларининг ошиши ишлаб чиқариш ижобий тафовутининг шаклланишига салмоқли ҳисса қўшди.



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Бундан ташқари, йил давомида ажратилган имтиёзли кредитлар ҳажмлари 2019 йил охиригача ЯИМга нисбатан 4,3 фоизгача ўсиши кутилмоқда. (2017-2018 йилларда ЯИМга нисбатан мос равишда 2,1 ва 3,6 фоизни ташкил қилган).

Ўзбекистоннинг очиқ иқтисодий сиёсати ташқи дунё билан тобора интергациялашувининг тезлашишига ҳамда макроиқтисодий шароитлар ўзгаришига, шу жумладан, асосий савдо ҳамкор давлатлардаги иқтисодий вазиятларга мослашувчанлик, ички меҳнат бозорида малакали ишчи кучига талабнинг ошиши ва иш ҳақлари конвергенция жараёнларининг тезлашишига олиб келмоқда. Бу, ўз навбатида, давлатлар ўртасида, айниқса, хусусий секторда иш ҳақи бўйича тафовутнинг қисқаришига замин яратади.

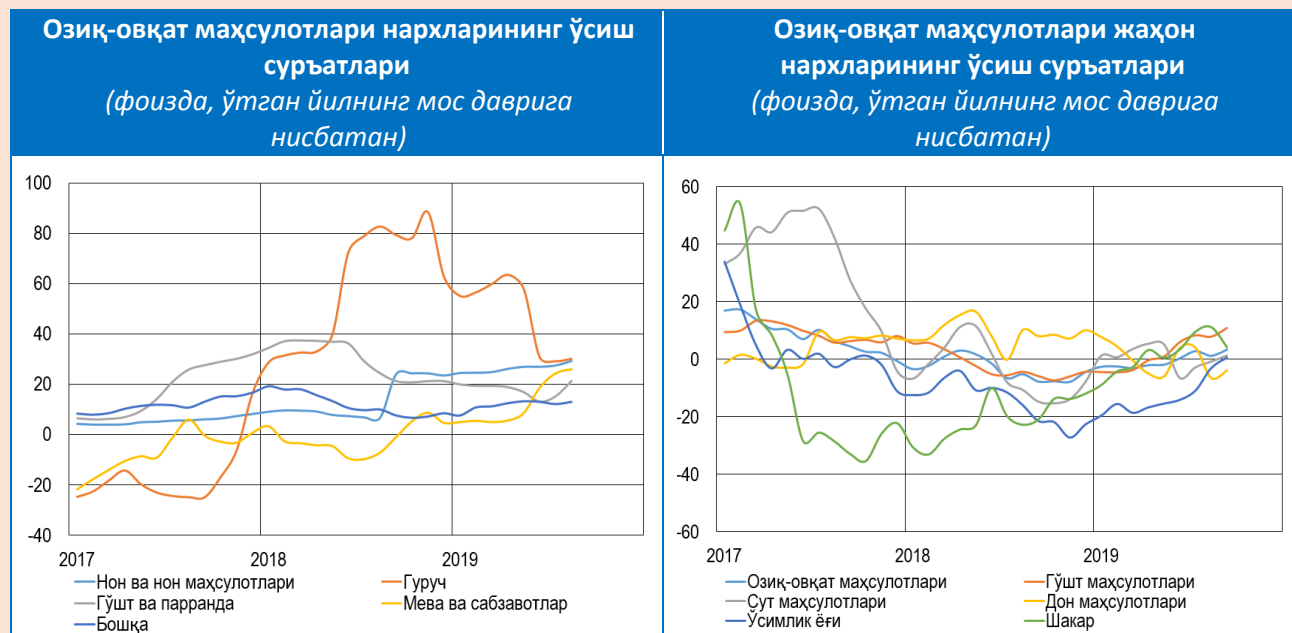
Давлат статистика қўмитасининг тармоқлараро иш ҳақи маълумотларига кўра, реал иш ҳақи ўсиши 2017 йилда -5,1 фоиз ва 2018 йилда эса 9,4 фоизни ташкил этди. 2019 йил охирига реал иш ҳақи 10 фоиздан кўпроқ ўсиши кутилмоқда. Иккинчи томондан, иқтисодиётдаги юқори талаб ишлаб чиқарувчиларда қисқа муддатларда асосий капитал даражасини ўзгартирмасдан туриб қўшимча маҳсулот ишлаб чиқариш ва талабни қондириш учун кўпроқ ишчи кучидан фойдаланиш заруриятини вужудга келтирмоқда.

Бунинг натижасида ишлаб чиқарувчилар иш ҳақи харажатларини оширишларига тўғри келади. Капиталнинг мақбул даражасидан юқори даражада фойдаланиш орқали чегаравий харажатлар (marginal cost) ортиши мумкин. Бундай вазиятда харажатлар ўсади ва харажатлар билан таққослаганда доимий юқори маржанинг (фойда олиш мақсадида товарга устама) сақланиб қолиши шароитида нархлар ҳам кўтарилади.

2017 йил бошидан 2018 йилнинг биринчи ярмига қадар миллий валюта курсининг девальвацияси (асосан, 2017 йил сентябрь ойида эркинлашуви натижасида) ҳамда ишлаб чиқаришнинг катта бўлмаган миқдордаги ижобий тафовути реал чегаравий харажатларнинг ўсишига олиб келган бўлса, салбий реал иш ҳақи динамикаси харажатлар шаклланишида дефляцион характерга эга бўлди. 2019 йилда ўтган йилларга нисбатан тўлиқ тесқари ҳолат кузатилиб, алмашув курси ўзгариши инфляцияга чеклаб турувчи таъсир кўрсатган бўлса, ижобий ишлаб чиқариш тафовути ҳамда реал иш ҳақи динамикаси оширувчи таъсир кўрсатди. Умумий фискал баланс дефицитининг қисқариб бориши ҳисобига ишлаб чиқариш тафовутининг қисқариши ялпи талабнинг мавжуд ялпи таклифга мослашишига олиб келади.

2019 йилда озиқ-овқат инфляциясининг тезлашиши ички институционал омиллар ва жаҳон бозорида озиқ-овқат нархлари динамикаси ўзгариши таъсирида, хусусан, озиқ-овқат нархлари ўзгаришининг ички омиллари таклиф томонидан қишлоқ хўжалиги ва озиқ-овқат саноатидаги шароитлар билан боғлиқ бўлган бўлса, талаб томонидан ташқи савдонинг эркинлаштирилиши ҳисобига шаклланди.

Мисол учун, ўтган йилги об-ҳаво шароитлари сув кўп талаб қиладиган қишлоқ хўжалиги экинлари (гуруч) ҳосилига таъсир кўрсатди. Шу билан бирга, республиканинг озуқа базаси мавжуд эҳтиёжларга жавоб бермай, чорвачиликни кенгайтиришни чеклади, бу эса гўштга бўлган талаб ортиб бораётган шароитларда гўшт маҳсулотлари нархларига босимнинг сақланиб қолишига олиб келмоқда.



**Манба:** БМТ Озиқ-овқат ва қишлоқ хўжалиги ташкилоти (FAO) ва Давлат статистика қўмитаси.

Шунингдек, бир қатор институционал омиллар ва инфратузилма бўйича етишмовчиликлар таклиф томонидан инфляцион босимнинг сақланиб қолишига сабаб бўлди. Ўрта муддатли истиқболда иш ҳақи ўсишининг меҳнат унумдорлигидан ошиб кетиши нархлар барқарорлигига маълум даражада хатарларни келтириб чиқариши мумкин. Бундан ташқари, яқин йилларда иқтисодийнинг ишлаб чиқариш қувватлари энергия самарадорлиги пастлиги маҳаллий ишлаб чиқарилаётган товарлар нархларининг ўсишига сабаб бўлувчи омиллардан бири ҳисобланади. Шу билан бирга, бу ишлаб чиқарувчилар рақобатбардошлигини пасайтиради.

Ташқи савдонинг эркинлаштирилиши ва мева-сабзавот экспортининг кенгайиши ички нархлар қимматлашишига, асосан мева-сабзавот нархларининг кўтарилишига олиб келиши мумкин. Бунда, ушбу маҳсулотлар нархларининг қўшни давлатлардаги нархлар даражасига босқичма-босқич яқинлашиши кутилмоқда. Шу билан бирга, таклифнинг талабга мослашувчанлиги натижасида жаҳон бозоридаги озиқ-овқат маҳсулотлари нархлари ўсишининг ички нархларга таъсири сақланиб қолади.

## 3-илова

## Энергия ресурслари нархининг ўзгариши ва инфляция

Энергия ресурслари истеъмол саватининг муҳим таркибий қисмларидан бири ҳисобланади. Ушбу товарлар нархларидаги ўзгаришлар инфляция даражасига ҳамда иқтисодиёт субъектларининг инфляцион кутилмаларига сезиларли таъсир кўрсатади. Истеъмол нархлари индекси (ИНИ)ни ҳисоблаш саватига автомобиль ёқилғиси (бензин, пропан, сиқилган табиий газ – метан), кўмир, электр энергияси, табиий газ ҳамда аҳоли учун суюлтирилган газ киритилган бўлиб, уларнинг истеъмол саватидаги вазни 8,1 фоизни ташкил этади.

Энергия ресурслари нархлари инфляция даражасига бевосита ҳамда билвосита таъсирга эга. Тўғридан-тўғри таъсирда энергия ресурслари нархлари ўзгариши ИНИ ўзгаришида тўғридан-тўғри акс этса, билвосита таъсир энергия ресурслари нархлари ўзгаришининг ишлаб чиқарувчилар харажатлари орқали бошқа товарлар ҳамда хизматлар нархларида акс этишида намоён бўлади.

Ушбу гуруҳга кирувчи маҳсулотлар нархи ўртача 1 фоизга қимматлашувининг тўғридан-тўғри таъсири йиллик инфляция даражасининг 0,08 фоиз бандга ошишига олиб келади. Хусусан, 2018 йилда энергия ресурслари нархларининг умумий ўсиши 27,8 фоизни ташкил этган бўлса, йиллик инфляция даражасидаги тўғридан-тўғри ҳиссаси 2,3 фоиз бандни ташкил этди. 2019 йилнинг 9 ойида энергия нархларининг бевосита таъсири 1,55 фоиз бандга тенг бўлди.

## Энергия ресурслари нархлари

(Йиллик нарх ошиши фоизда; ИНИдаги ҳиссаси фоиз бандда)

	Товарнинг ИНИ саватидаги вазни	2016		2017		2018		2019 (9 ойлик)	
		Нарх-нинг ўсиши	ИНИ-даги улуши	Нарх-нинг ўсиши	ИНИ-даги улуши	Нарх-нинг ўсиши	ИНИ-даги улуши	Нарх-нинг ўсиши	ИНИ-даги улуши
<b>ИНИ (йил якунига)</b>	<b>1,0000</b>	<b>9,7</b>		<b>18,8</b>		<b>14,3</b>		<b>9,7</b>	
<b>Энергия ресурслари, жами</b>	<b>0,0811</b>	<b>16,8</b>	<b>1,36</b>	<b>11,9</b>	<b>0,96</b>	<b>27,9</b>	<b>2,26</b>	<b>19,2</b>	<b>1,55</b>
Бензин	0,0138	36,0	0,50	39,7	0,55	4,9	0,07	17,3	0,24
Пропан	0,0032	2,4	0,01	-	-	79,8	0,25	27,1	0,09
Метан	0,0083	3,4	0,03	3,8	0,03	33,3	0,28	31,1	0,26
Кўмир	0,0065	9,4	0,06	7,0	0,05	74,3	0,49	10,0	0,07
Электр энергияси учун тўлов	0,0239	14,1	0,34	7,0	0,17	22,4	0,54	18,0	0,43
Тармоқли газ учун тўлов	0,0239	17,8	0,43	7,0	0,17	21,5	0,51	18,8	0,45
Суюлтирилган газ учун тўлов	0,0014	2,9	0,00	-	-	94,4	0,13	17,9	0,02

**Манба:** Давлат статистика қўмитаси, Марказий банк ҳисоб-китоблари.



Энергия ресурслари нархи ўзгаришининг иқтисодийдаги бошқа товар ва хизматлар нархларига билвосита таъсирини аниқ баҳолаш мураккаб жараён бўлиб, иккиламчи таъсирни аниқлаш бир неча таҳлилларни ўтказишни талаб этади. Мисол учун, автомобиль ёқилғиси нархининг ошиши транспорт хизматлари тарифларида ҳамда қишлоқ хўжалиги маҳсулотларининг нархларида акс этади. Электр энергияси ва табиий газ нархларининг ошиши эса маҳаллий ишлаб чиқариш нархларига ҳамда хизматлар тарифларига таъсир қилади. Билвосита таъсирнинг миқдорий кўрсаткичлари умумлаштирилган ҳолда энергия ресурслари харажатлари ҳамда иқтисодийнинг базавий тармоқларида ишлаб чиқариш ҳажмининг таҳлили ҳамда даромадлар ва харажатлар матрицасидан фойдаланиб ҳисобланади. Шу билан бирга, энергия ресурслари нархлари оширилиши инфляцион кутилмалар орқали ҳам иккиламчи таъсир кўрсатиши мумкин.

Энергия нархи ошишининг таъсир давомийлиги бир-бирдан фарқ қилади. Хусусан, бевосита таъсири энергия нархининг оширилиши билан дарҳол ИНИДа акс этса, билвосита таъсири рақобат даражаси, ички бозорнинг тўйинганлиги ҳамда бошқа омилларга қараб бир неча ой ёки чорак давом этиши мумкин.

Нарх-наво ўзгариши бўйича кутилмалар таъсири энг давомий ҳисобланиб, у энергия ресурслари нархларининг доимий тарзда ошириб келиниши билан боғлиқ. Яъни, энергия ресурслари нархларининг мунтазам равишда ошириб борилиши тадбиркорлик субъектларининг кутилмаларида муҳрланиб қолган бўлади. Келгусида энергия ресурслари нархлари ўзгаришидан қатъи назар харажатларнинг ошиши билан боғлиқ бўлган хатарлар ишлаб чиқариладиган товар ва хизматлар нархига олдиндан қўшиб борилади.

Аҳоли ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмаларини аниқлаш бўйича сўров натижалари шуни кўрсатмоқдаки, инфляцион кутилмаларнинг энергия ресурслари нархининг ўзгаришига бўлган сезувчанлиги юқори даражада бўлиб, респондентлар томонидан инфляциянинг асосий омилларидан бири сифатида тез-тез эътироф этилади. Шунингдек, кутилмалар кескин ошиб кетишининг олдини олишда энергия ресурслари нархларининг ўрта муддатли истиқболдаги ўзгартирилиши режасини аввалдан эълон қилиш ҳамда нархларни ошириш мақсадларини асослаш ва тушунтириш ишларини олиб бориш муҳим аҳамият касб этади.

**4-илова****2020 йилда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича йиғилишлари графиги**

2020 йилда асосий ставкани кўриб чиқиш юзасидан Марказий банк Бошқарувининг йиғилиши қуйидаги график асосида ўтказилади:

16 январь;

5 март;

23 апрель;

11 июнь;

23 июль;

10 сентябрь;

22 октябрь;

10 декабрь.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг 16 январь, 23 апрель, 23 июль ва 22 октябрдаги Бошқарув йиғилишлари натижалари бўйича Марказий банк раҳбарияти брифинги ўтказилади ҳамда Пул-кредит сиёсати шарҳи эълон қилинади.

Марказий банк Бошқаруви йиғилишининг пул-кредит сиёсати масалалари бўйича қабул қилинган қарори пресс-релиз шаклида Марказий банкнинг расмий сайтида Тошкент вақти билан соат 15:00да эълон қилинади.

## Глоссарий

<b>Асосий фоиз ставкаси</b>	– тижорат банклари учун қарз олиш фоиз ставкасини ҳамда қарз олувчилар учун кредит харажатларини белгилаб берувчи фоиз ставкаси; асосий фоиз ставкаси ўзгариши банклараро пул бозоридаги фоиз ставкаларига таъсир кўрсатади.
<b>Базавий инфляция</b>	– мавсумий ва маъмурий хусусиятга эга бўлган омиллар таъсирида бўлган айрим товарлар ва хизматлар (мева-сабзавотлар, ёқилғи, йўловчи транспортининг айрим турлари, алоқа хизматлари, уй-жой коммунал хизматлари ва бошқалар) нархларининг ўзгаришини ҳисобга олмаган ҳолда ҳисобланадиган инфляция.
<b>Банк тизимининг ликвидлиги</b>	– тижорат банкларининг Ўзбекистон Республикаси Марказий банкида очилган вакиллик ҳисобварақларидаги миллий валютада ҳисобланадиган пул маблағлари қолдиқлари.
<b>Банклараро пул бозори</b>	– миллий ва хорижий валюталардаги маблағларни жойлаштириш ва жалб қилиш бўйича қисқа муддатли (одатда бир йилгача) биржа савдо операцияларини ташкил этиш ва ўтказиш тизими.
<b>Вақт тафовути (лаг)</b>	– бир иқтисодий ҳодисанинг унга боғлиқ бўлган бошқа иқтисодий ҳодисага маълум вақт кечикиш билан таъсир қилиш кўрсаткичи; иккита боғлиқ ҳодиса ёки ҳодисаларнинг юзага келиши ўртасидаги оралиқ вақт.
<b>Валюта инқироzi</b>	– валюта бозоридаги алмашув курсларининг кескин тебранишлари, мамлакат валюта захирасининг тугаб бориши ва тўлов балансининг мувозанатланмаганлиги орқали намоён бўладиган кескин вазиятлар билан бир қаторда валюта-кредит соҳасидаги номуаносибликларнинг ортиб бориши.
<b>Депозит аукционлари</b>	– банк тизими умумий ликвидлигини бошқариш ва ликвидликнинг таркибий профицити шароитида ортиқча ликвидликни банк тизимидан вақтинча олиш мақсадида Марказий банк томонидан тижорат банклари вакиллик ҳисобварағидаги маблағларни аукцион фоиз ставкаларида (одатда бир ёки икки ҳафталик) депозитларга жалб қилиш операциялари.
<b>Жорий операциялар ҳисоби</b>	– бу мамлакат тўлов балансининг бир қисми ҳисобланиб, унда резидентлар ва норезидентлар ўртасидаги товарлар, хизматлар, бирламчи ва иккиламчи даромадлар (ишчиларнинг иш ҳақи, инвестициядан олинган даромадлар ва бошқалар) оқими акс эттирилади.
<b>Иқтисодий цикл</b>	– иқтисодий ривожланишнинг табиий жараёни бўлиб, бунда ишлаб чиқариш ўсиши, бандлик ва ЯИМ ўсиши иқтисодиётнинг пасайиш (рецессия) даврлари билан алмашади.
<b>Инвестицион талаб</b>	– хўжалик юритувчи субъектларнинг ўз фаолиятини юритиш ва кенгайтириш учун фойдаланадиган жисмоний капитал объектлари (машина, ускуналар) ва хизматларга бўлган талаб. Инвестицион талаб иқтисодиётдаги ялпи талабнинг бир қисмидир.
<b>Инерцион инфляция</b>	– инфляциянинг узоқ муддатли даражасидан оғишга олиб келган шоклардан сўнг узоқ муддатли мувозанат даражасигача секинлик билан қайтиш тенденцияси.

<b>Инфляцион кутилмалар</b>	– аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг келгуси давр учун инфляция даражаси тўғрисидаги тахминлари. Инфляция кутилмаларига асосланиб, ишлаб чиқарувчилар ва истеъмолчилар, сотувчилар ва харидорлар ўзларининг келгусидаги инвестиция, кредит, молиявий ҳамда нарх сиёсатини белгилайдилар, даромадлар, харажатлар ва тахминий фойда ҳажмини баҳолайдилар.
<b>Инфляцион кутилмаларнинг жиловланганлиги («якорланганлиги») (ингл. anchoring of inflation expectations)</b>	– аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг келгуси ўрта муддатли давр учун тахмин қилаётган инфляция даражаларининг маълум бир миқдорий кўрсаткичга (инфляцион таргетга) боғланиши.
<b>Инфляцион таргет</b>	– узоқ муддатли иқтисодий ўсиш ва нархлар барқарорлигига замин яратадиган инфляциянинг олдиндан расмий эълон қилинган мақсадли кўрсаткичи.
<b>Инфляцион таргетлаш режими</b>	– пул-кредит сиёсати режими бўлиб, бунда Марказий банк инфляциянинг ўрта муддатли миқдорий даражасини белгилайди ва эълон қилади. Бунда, пул-кредит инструментларини жорий инфляциянинг миқдорий кўрсаткичига эришишга йўналтиради.
<b>Инфляциянинг монетар омиллари</b>	– ўрта муддатли истиқболда Марказий банк пул-кредит сиёсати воситалари ёрдамида бевосита таъсир қилиши мумкин бўлган инфляцион омиллар.
<b>Инфляциянинг номонетар омиллари</b>	– Марказий банк пул-кредит сиёсати таъсири доирасидан ташқарида бўлган инфляцияга таъсир қилувчи омиллар. Ушбу гуруҳга ташқи иқтисодий шароитлар, таркибий омиллар (асосий фондлар ҳолати, ишлаб чиқариш самарадорлиги ва унумдорлиги, ишчи кучи таклифи ва сифат кўрсаткичлари, ишлаб чиқаришнинг технологик даражаси, транспорт, логистика инфратузилмаси, бозор концентрациясининг даражаси), норматив-ҳуқуқий муҳит, фискал сиёсат, товарлар ва хизматлар таклифи томонидан келтирилган омиллар киради.
<b>Истеъмол нархлари индекси (ИНИ)</b>	– аҳоли томонидан истеъмол учун харид қилинадиган товарлар ва хизматлар умумий нархлари даражасининг ўзгариш кўрсаткичи. ИНИ белгиланган товар ва хизматлар жорий даврдаги нархлари йиғиндисининг олдинги (базавий) даврдаги нархларига нисбати орқали ҳисобланади.
<b>Истеъмол талаби</b>	– иқтисодиётдаги истеъмол товарлари ва хизматларига бўлган жами талабнинг бир қисми.
<b>Ишлаб чиқариш тафовути (ингл. Output gap)</b>	– жорий ва потенциал ЯИМ ўртасидаги фарқ. Ялпи ички маҳсулотдаги ижобий тафовут инфляцион тафовут деб аталади. Бу эса ялпи талаб ўсиш суръати ялпи таклиф ўсиш суръатларидан ошиб кетишини ва бу инфляцион босимни юзага келтириши мумкинлигини англатади. Аксинча, ЯИМ салбий тафовути дефляцияга олиб келадиган рецессион тафовут деб аталади.
<b>Қайта молиялаш ставкаси</b>	– Марказий банкнинг тижорат банклари билан кредит операцияларида фойдаланиладиган фоиз ставкаси.
<b>Ликвидликни стерилизация қилиш</b>	– турли омиллар таъсирида вужудга келадиган ортиқча ликвидликни банк тизимидан чиқариб олиш.
<b>Макропруденциал чоралар (ингл. macroprudential policy)</b>	– молия сектори ёки унинг алоҳида соҳаларида тизимли рискни минималлаштиришга қаратилган фаол тадбирлар мажмуи.

<b>Марказий банкнинг валюта интервенциялари</b>	– Марказий банк томонидан монетар олтинни сотиб олиш натижасида вужудга келган қўшимча ликвидликни стерилизация қилиш, шунингдек миллий валюта курси кескин ўзгаришининг олдини олиш мақсадида Марказий банкнинг валюта сотиб олиш ва сотиш орқали валюта бозоридаги иштироки.
<b>Марказий банкнинг фоиз сиёсати</b>	– Марказий банк пул-кредит сиёсатининг бир қисми бўлиб, унинг ёрдамида Марказий банк молиявий ресурсларнинг қиймати ва иқтисодийдаги фоиз ставкалари даражасига, шунингдек аҳоли ва бизнес субъектларининг молиявий ва инвестицион қарорларига таъсир қилади. Фоиз сиёсати активларнинг миллий валютадаги реал ижобий фоиз ставкаларини таъминлаш мақсадига қаратилади. Марказий банк фоиз ставкаси ўзгартирилиши иқтисодийдаги фоиз ставкалари даражасига таъсир кўрсатиб, инвестициялар ва жамғармалар ўзгаришига, бу, ўз навбатида, ялпи талаб шаклланишига таъсир кўрсатади.
<b>Маъмурий тартибга солинадиган нархлар</b>	– бозор механизмлари (талаб ва таклиф) асосида шаклланмайдиган, аксинча, ҳукумат идоралари, ташкилотлар ва корхоналар орқали алоҳида турдаги маҳсулотлар (товарлар, хизматлар) маъмурий йўл билан тартибга солинадиган нархлар.
<b>Микропруденциал чоралар</b>	– бутун молия секторига қўлланилмайдиган, аксинча, алоҳида олинган молиявий институтларга қўлланиладиган чоралар мажмуи.
<b>Молия бозори</b>	– иқтисодий бойликлар алмашинуви жараёнида вужудга келадиган иқтисодий муносабатлар тизими.
<b>Молиявий барқарорлик</b>	– ресурсларни қайта тақсимлашни ва молиявий таваккалчиликни бошқаришни таъминлаган ҳолда молиявий тизимнинг ўз функцияларини самарали бажарадиган, молия бозорида (унинг сегментларида) ҳаддан ташқари ўзгарувчанлик бўлмаган, ҳисоб-китобларнинг узлуксизлиги таъминланган, шунингдек, салбий шоклар таъсирини бартараф эта оладиган ва стресс ҳолатидан қайта тиклана оладиган, фавқулодда ҳолатларда фаолият кўрсата оладиган молия тизимининг ҳолати.
<b>Молиявий тизим</b>	– турли хил молиявий воситалар ёрдамида давлат, ташкилотлар ва аҳолининг маблағларини шакллантириш ва улардан фойдаланишни таъминлайдиган молиявий ташкилотлар ва молия бозорлари мажмуи. Бунда, молиявий институтлар (бозорлар ва молиявий ташкилотлар) чекланган молиявий ресурсларни бир хўжалик юритувчи субъектлардан бошқаларига қайта тақсимлайдилар.
<b>Паст база эффекти</b>	– бу маълум бир кўрсаткич ҳаддан ташқари ўсиш суръатининг жуда паст бўлган бошланғич кўрсаткичи билан изоҳланадиган ҳолатдир, яъни агар кузатилаётган даврда нархларда сезиларли ўзгаришлар рўй бермаган, лекин база даврида ностандарт кескин пасайиш кузатилган бўлса, у ҳолда нархнинг «табиий» даражаси ва одатий ўсиш суръатига қайтиши, жорий йиллик инфляция даражасининг унинг база даврига нисбатан сезиларли даражада ўсиши кузатилади. Ушбу ҳолатнинг акси юқори база эффекти деб айтилади. База таъсири мавсумий тебранишларга мойил бўлган товарлар ва хизматлар нархларида яққолроқ намоён бўлади.
<b>Пул массаси</b>	– муомаладаги нақд пуллар ва банклар ҳисобварақларидаги депозит маблағларининг йиғиндиси. Пул массасини таҳлил қилиш мақсадида ликвидлик даражасига қараб турли хил пул агрегатлари ҳисобланади: М0

	– муомаладаги нақд пуллар; $M1 - M0 +$ миллий валютадаги талаб қилиб олинган депозитлар; $M2 - M1 +$ муддатли, жамғарма ва миллий валютадаги бошқа депозитлар + хорижий валютадаги депозитлар.
<b>Пул-кредит сиёсати</b>	– ички бозорда нархлар барқарорлигини таъминлаш мақсадида олиб борилаётган макроиқтисодий сиёсатнинг бир қисми. Пул-кредит сиёсати пул-кредит инструментларидан фойдаланиш орқали банк тизимидаги ликвидлик ҳажмини, фоиз ставкалари ва бошқа монетар кўрсаткичларни белгиланган даражада ушлаб туриш учун амалга оширилади.
<b>Пул-кредит сиёсатининг трансмиссион (узатиш) каналлари</b>	– пул-кредит сиёсати соҳасидаги қарорларнинг нархлар динамикаси ва иқтисодиётга таъсир қилиш каналлари. Марказий банк фоиз ставкаси ўзгартирилиши ёки ўзгаришсиз қолдирилиши ва унинг келгусидаги траекторияси тўғрисидаги сигналининг молиявий бозор сегментларидан иқтисодиётнинг реал секторига ва натижада инфляция даражасига аста-секинлик билан тарқалиш жараёни. Фоиз ставкасининг ўзгариши иқтисодиётга қуйидаги асосий каналлар орқали узатилади: фоиз, кредит, валюта, активлар нархи ва қутилмалар каналлари.
<b>РЕПО операциялари</b>	– тижорат банкларининг қисқа муддатли қарз олиш учун қайта сотиб олиш келишуви асосида давлат қимматли қоғозларини Марказий банкка сотиш операциялари ёки Марказий банкнинг пул таклифи ва банк резервини бошқариш мақсадида қимматли қоғозларни тижорат банкларига сотиш операциялари (бунда, давлат қимматли қоғозлари гаров вазифасини ўтайди).
<b>Стресс-тест (ингл. stress testing)</b>	– молиявий ташкилотлар, алоҳида секторлар, бозорлар ёки бутун молия тизимининг хатарларини таҳлил қилиш ва уларнинг кам содир бўладиган, аммо эҳтимолий хавф-хатарларга қарши тура олишини баҳолаш усули.
<b>Тижорат банкларининг мажбурий захиралари</b>	– тижорат банклари томонидан Марказий банкнинг мажбурий захира талабларини бажариш учун Марказий банкка қўйиладиган пул маблағлари. Марказий банкда сақланадиган мажбурий захираларнинг минимал миқдори пул-кредит сиёсатининг мақсадларини ҳисобга олган ҳолда, Марказий банкнинг меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатлари билан депозитлар ҳажми, тури, муддатига ва банкларнинг бошқа мажбуриятларини ҳисобга олган ҳолда белгиланади. Жалб қилинган маблағларнинг ҳар бир тоифаси учун мажбурий захиралар ҳажми барча банклар учун бир хил.
<b>Тизимли хатарлар</b>	– молиявий бозорнинг алоҳида иштирокчиси ёки иштирокчилар гуруҳи билан боғлиқ хатарлардан фарқли, бутун молиявий тизим ёки молия бозори фаолиятининг қулаш хавфи.
<b>Тренд</b>	– кўрсаткич ўзгаришининг асосий тенденцияси. Трендлар турли хил тенгламалар билан ифодаланиши мумкин – чизиқли, логарифмик, даражали ва бошқалар. Тренднинг амалдаги тури унинг функционал моделини статистик усуллар ёки даврий қаторларни (time series) силлиқлаш йўли орқали аниқланади.
<b>Тўлов баланси</b>	– маълум вақт давомида резидентлар ва норезидентлар ўртасидаги барча иқтисодий битимларни акс эттирувчи статистик ҳисобот.
<b>Узоқ муддатли пуллар</b>	– иқтисодиёт ва молия соҳасида узоқ муддатли (бир йилдан ортиқ) қарзлар (инвестициялар) ёки узоқ муддатли кредитларни тавсифлаш учун ишлатиладиган ибора.

<b>Ўртача тортилган фоиз ставкаси</b>	– ўрнатилган кўрсаткичнинг умумий ҳажмдаги вазн оғирлиги ҳисобга олинган ўртача фоиз ставкаси. Оғирлик вазни сифатида ҳар бир фоиз ставкасининг умумий ҳажмдаги улуши олинади.
<b>Фоиз коридори</b>	– пул бозоридаги қисқа муддатли фоиз ставкаларини Марказий банкнинг асосий фоиз ставкасига (фоиз таргетига) яқинлаштириш тизими; фоиз коридорининг юқори чегараси Марказий банкнинг тижорат банкларига қарз тақдим этиш ставкаси (одатда овернайт ставкаси), қуйи чегараси эса Марказий банкнинг тижорат банкларидан депозитлар жалб қилиш ставкаси ҳисобланади.
<b>Халқаро пул ўтказмалари</b>	– пул маблағларини мамлакатга ёки мамлакат ташқарисига халқаро пул ўтказмалари тизимлари орқали ўтказиш.
<b>Эмпирик таҳлил</b>	– мавжуд маълумотларни таҳлил қилиш ва ўрганиш асосида талқин қилиш усули. Эмпирик ёндашув назариялар ва тушунчаларга таянмасдан ҳақиқий маълумотларга, кўрсаткичларга ва натижаларга асосланади.
<b>Ялпи ички маҳсулот дефлятори</b>	– маълум бир давр мобайнида мамлакат ҳудудида ишлаб чиқарилган ва истеъмол қилинган товар ва хизматлар нархлари умумий даражаси ўзгариши.





