O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki

Пул-кредит сиёсати

Самиғжон Иноғамов,
Пул-кредит сиёсати департаменти

2026 йил 12 февраль

РЕЖА

1. Пул-кредит сиёсати мақсадлари
2. Пул-кредит сиёсати режимлари
3. Ўзбекистонда пул-кредит сиёсати ривожланиш босқичлари ва инфляцион таргетлаш
4. Пул-кредит сиёсати қарор қабул қилиш жараёни

ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ МАҚСАДЛАРИ

Пул-кредит сиёсати

*бу **макроиқтисодий сиёсатнинг** бир қисми бўлиб, марказий банклар томонидан **анъанавий ва ноанъанавий инструментлар** воситасида **нархлар барқарорлигини** таъминлаш ҳамда **миллий валютага бўлган ишончни** мустаҳкамлаш орқали **барқарор иқтисодий ўсишни** рағбатлантириш мақсадида амалга ошириладиган сиёсатдир.*

- ***Марказий банклар томонидан юритилади***
- ***Мақсади - нархлар барқарорлигини таъминлаш***
- ***Пул-кредит сиёсати инструментлари орқали амалга оширилади***
- ***Ялпи талабни жиловлашга қаратилган***

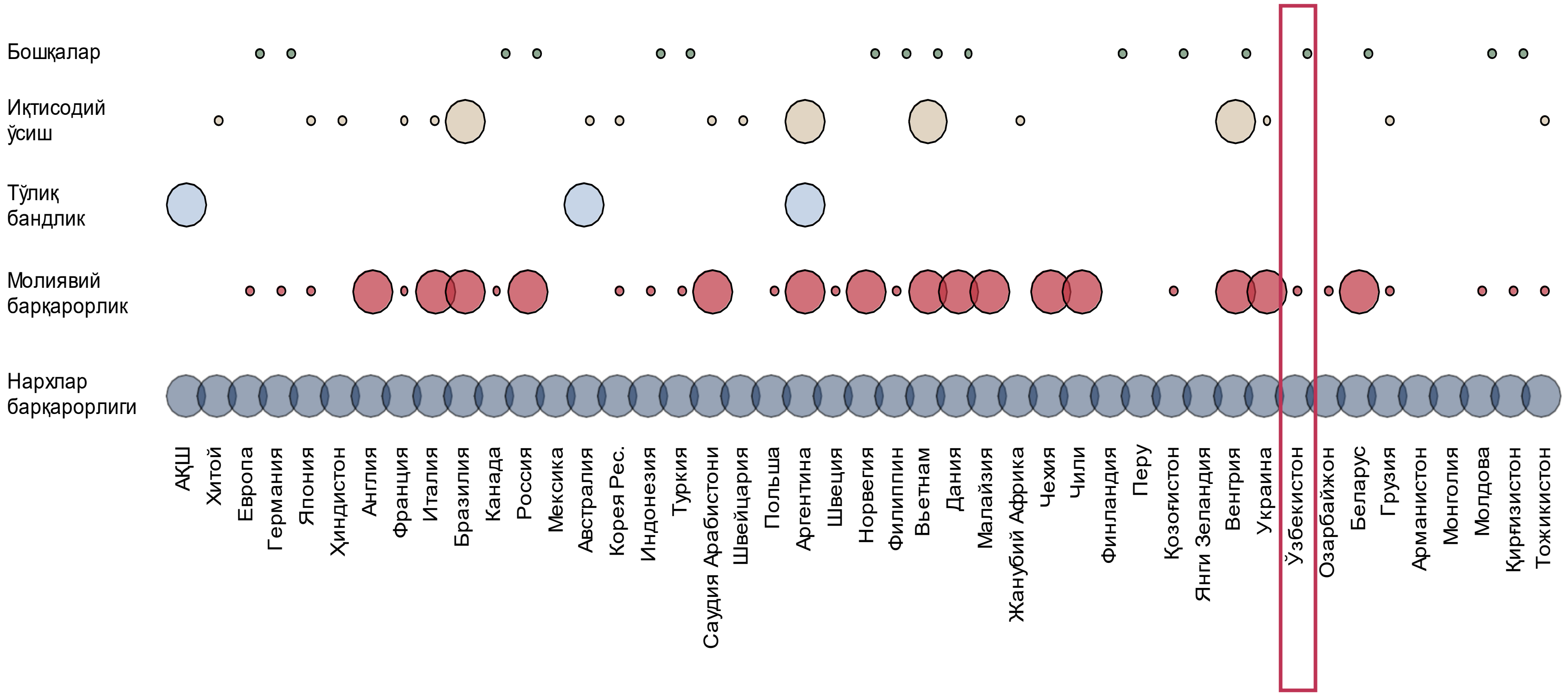
Пул-кредит сиёсати мақсадлари

- **Нархлар барқарорлиги**
- Паст даражадаги ишсизлик
- Юқори иқтисодий ўсиш
- Молиявий бозорлар барқарорлиги
- Фоиз ставкалари барқарорлиги
- Миллий валюта курси барқарорлиги

Янги мақсадлар қўшилиши «мандатнинг кенгайиб кетиши» (mandate creep) хавфини юзага келтиради. Бир нечта мақсадлар мавжуд бўлган шароитда нархлар барқарорлиги устувор (асосий) мақсад бўлиб қолиши лозим.

Акс ҳолда, мақсадлар ўртасида зиддиятлар юзага келади ва пул-кредит сиёсатининг самарадорлиги пасаяди.

Пул-кредит сиёсати мақсадлари



ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ РЕЖИМЛАРИ

Пул-кредит сиёсати режимлари

Инфляцияни таргетлаш

асосий мақсад - нархлар барқарорлигига эришиш (инфляциянинг барқарор паст даражасини таъминлаш)

Монетар таргетлаш

пул базаси, пул массаси ёки бошқа кўрсаткичларни таргетлаш орқали инфляциянинг паст даражасини таъминлаш

Валюта курсини таргетлаш

миллий валюта курси барқарорлигини таъминлаш орқали инфляциянинг паст даражасини таъминлаш

Гибрид режим

пул-кредит сиёсатини амалга оширишда турли режимлар стандартларидан фойдаланиш

Пул-кредит сиёсати трилеммаси: “Эришиб бўлмас учлик”

Очиқ (эркин) капитал оқими

Инфляцион таргетлаш режими (АҚШ, ЕМБ)

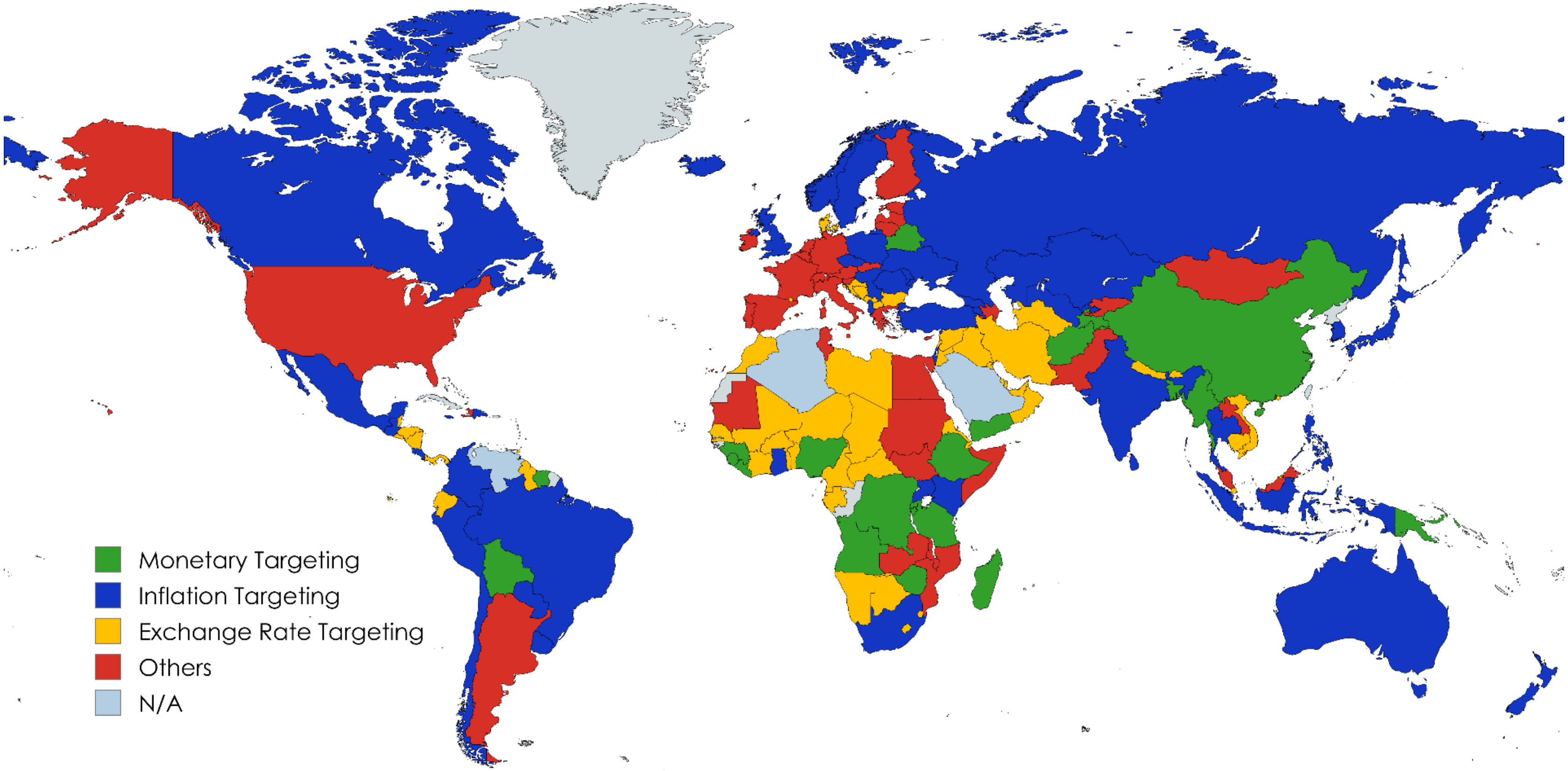
Қатъий бошқарилувчи валюта курси режимлари (ГонКонг)

Мустақил пул-кредит сиёсати

Қатъий валюта курси ва нисбатан ёпиқ капитал ҳисобварағи (Хитой)

Ўзгармас (қатъий) валюта курси

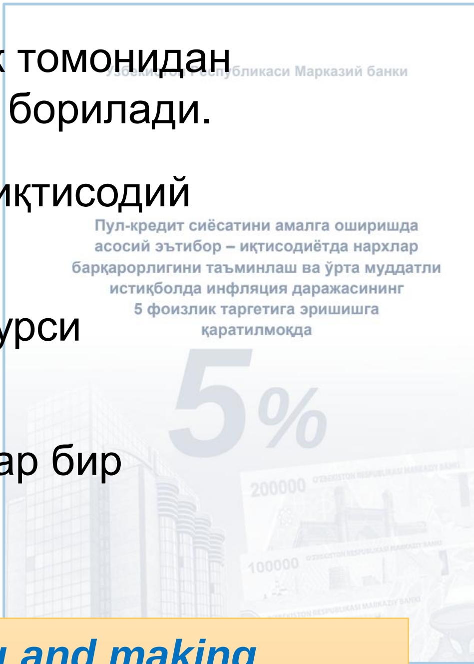
Пул-кредит сиёсати режимлари



Бугунги кунда ХВЖ таснифига кўра 45 та мамлакатда инфляцион таргетлаш, 25 мамлакатда монетар таргетлаш, 81 та мамлакатда алмашув курси таргетлаш режимлари қўлланилади.

Инфляцион таргетлаш режимининг тамойиллари

- Инфляция бўйича таргет белгиланади ва барча пул-кредит сиёсати чоралари ушбу таргетга эришишга қаратилади.
- Марказий банкнинг асосий ставкаси пул-кредит сиёсатининг асосий инструменти ҳисобланади.
- Пул-кредит сиёсати операцион механизми Марказий банк томонидан мустақил равишда ишлаб чиқилади ва такомиллаштириб борилади.
- Пул-кредит сиёсатига оид қарорлар кенг қамровли макроиқтисодий таҳлил ва прогнозларга асосланади.
- Марказий банк валюта сиёсатини эркин сузувчи валюта курси режимида амалга оширади.
- Пул-кредит сиёсати шаффоф тарзда олиб борилади ва ҳар бир қарорлар кенг жамоатчиликка батафсил тушунтирилади.



***IT has done its job of fostering, institutionalising and making operational the public's and politics' support for price stability* (Claudio Borio, 2024).**

Инфляцион таргетлаш режимида қарор қабул қилиш

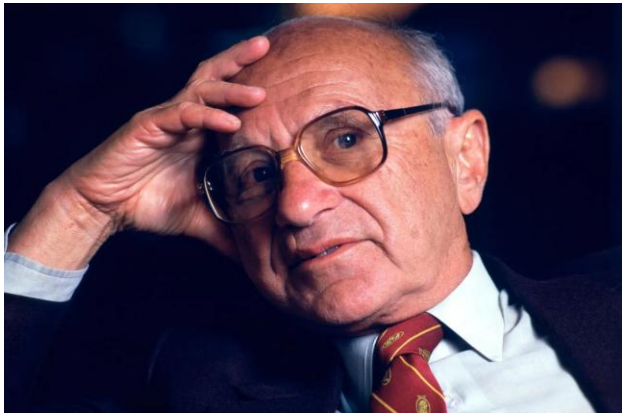
Қоидаларга асосланиш – Тэйлор қоидаси:

$$i_t = i_t^n + \varphi_\pi (E_t \pi_{t+1} - \pi^T) + \varphi_y \tilde{y}_t + \varepsilon_t^i$$

Дискрецион сиёсат юритиш – эксперт баҳолашлар асосида сиёсатчилар томонидан қарор қабул қилиниши

Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon

Persistent high inflation is always and everywhere a fiscal phenomenon



Milton Friedman

the Nobel Prize in economics in 1976

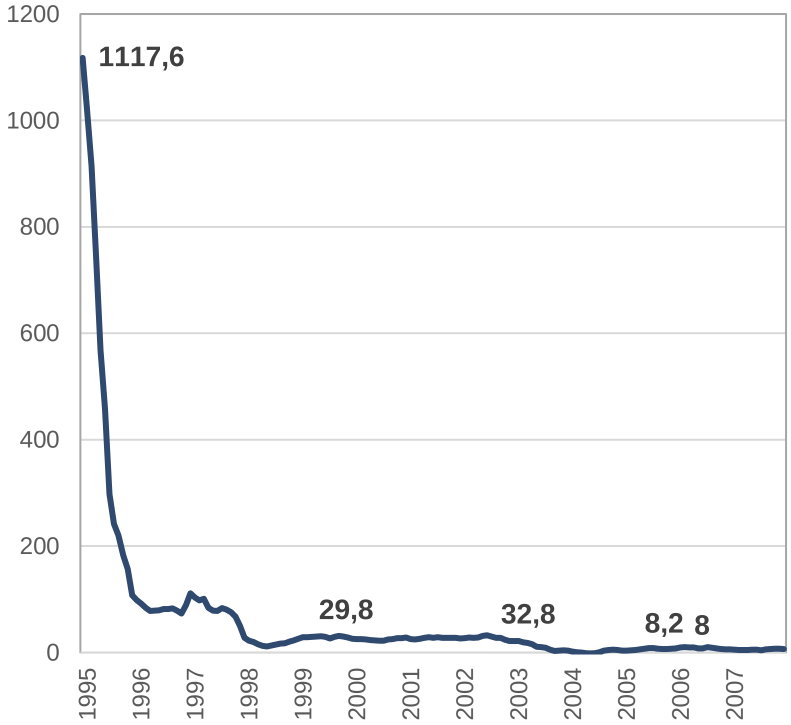
Thomas Sargent

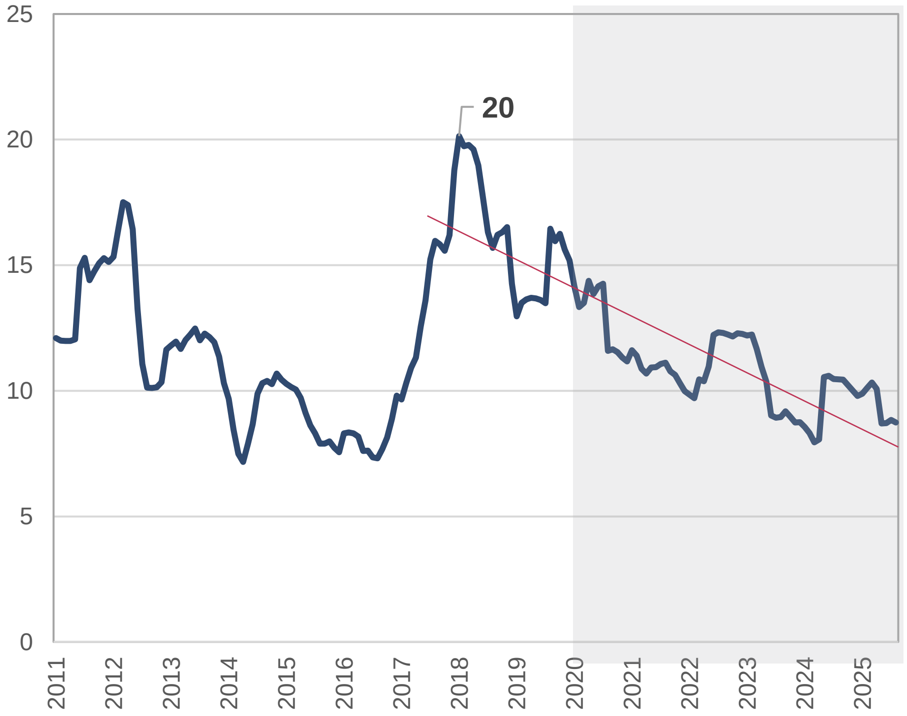
the Nobel Prize in economics in 2011

Ўзбекистонда пул-кредит сиёсати ривожланиш босқичлари ва инфляцион таргетлаш

Инфляция динамикаси

Йиллик, фоизда





Ўзбекистон Марказий банкининг трансформацияси

2017 йилдан олдин

- De jure **монетар таргетлаш**, de-facto **валюта курсини таргетлаш** (crawling peg);
- Пул-кредит сиёсати бўйича **қарорлар** асосан эксперт баҳолари асосида қабул қилинган;
- **Таҳлилий ва прогнозлаш воситаларининг** етарли даражада ривожланмаганлиги;
- Пул-кредит сиёсати трансмиссия механизми етарли даражада ривожланмаганлиги.

2017 йилдан кейин

- 2017 йил сентябрь – **Валюта бозорини либераллаштириш** (сузувчи валюта курси режими)
- 2019 йил ноябрь – **Инфляцион таргетлаш режими**
- 2018 йилдан – **Институционал салоҳиятни кучайтириш**
  - **аналитик ва моделлаштириш воситаларини ишлаб чиқиш**
  - пул-кредит сиёсати **инструментлари** ва **операцияларини** ишлаб чиқиш
  - пул-кредит сиёсатини **трансмиссия** механизмини ишлаб чиқиш
- 2020 йилдан - Макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлаш (*Forecasting and Policy Analysis System*) тизимини жорий этиш
- Қоидаларга асосланган қарор қабул қилиш
- Фаол **Коммуникация Сиёсати**

Инфляцион таргетлашга ўтиш

2019 - 5877-сонли Президент Фармони - **Инфляцион таргетлаш режими**

Таргет: **5% инфляция** *(2026 йил янв. - 7.2%)*

Асосий инструмент: **Асосий ставка** *(2026 йил янв. - 14%)*

2019 - Ўзбекистон Республикаси **Марказий банки тўғрисидаги Қонуннинг** янги таҳрири:

Мақсад: **Нархлар барқарорлиги,** банк ва тўлов тизимларининг барқарорлиги

Марказий банк бошқаруви аъзолари: 9 та, 2 нафари мустақил.

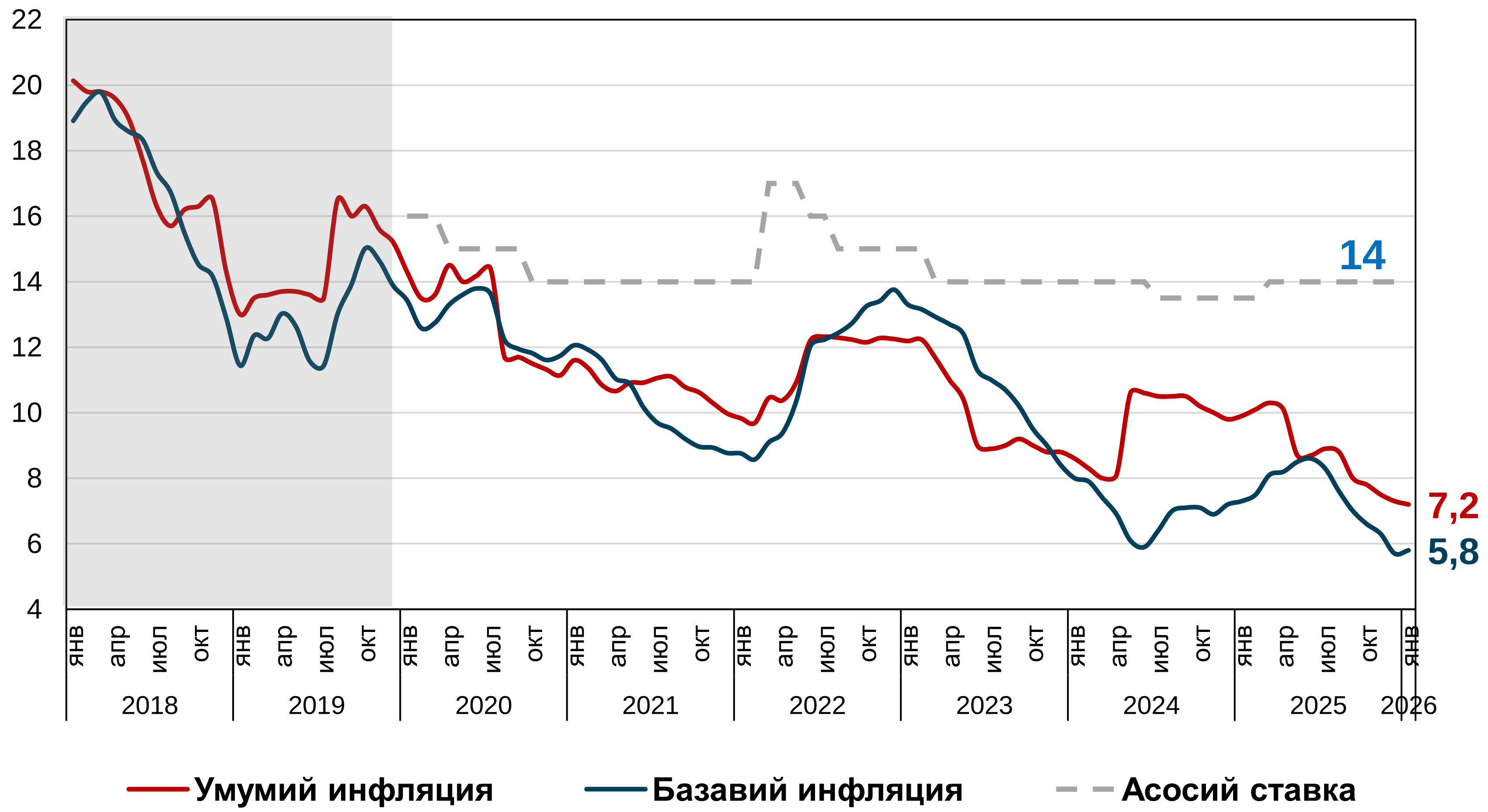
Бошқарув йиғилишлари: Йилига 8 марта, 4 та йиғилиш натижалари бўйича матбуот анжумани ўтказилади ва "Пул-кредит сиёсати шарҳи" эълон қилинади.

2022 - Ўзбекистон Конституциясига ўзгартиришлар киритилди :

151-модда: ...**Марказий банк** ўз вазифаларини бажаришда **мустақилдир**…

Асосий ставка ва инфляция динамикаси

фоизда



ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ ҚАРОР ҚАБУЛ ҚИЛИШ ЖАРАЁНИ

Пул-кредит сиёсати қарорлари

EXPANSIONARY

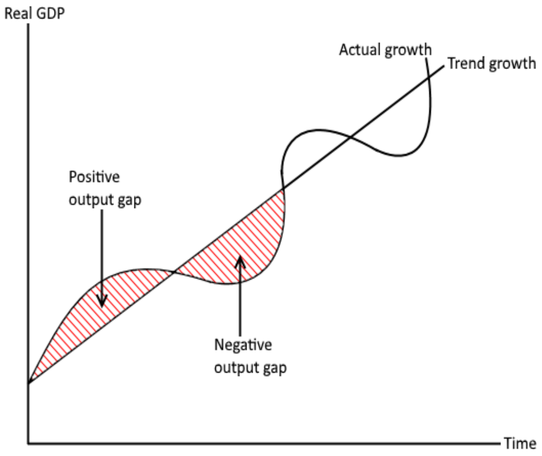
(ялпи талабни оширувчи сиёсат)

- Инфляцияни оширади
- Иқтисодий ўсишни тезлаштиради
- Ишсизликни қисқартиради
- Иқтисодий циклларни фаоллаштиради
- Ноаниқликларни оширади
- Жамғармаларни қисқартиради

CONTRACTIONARY

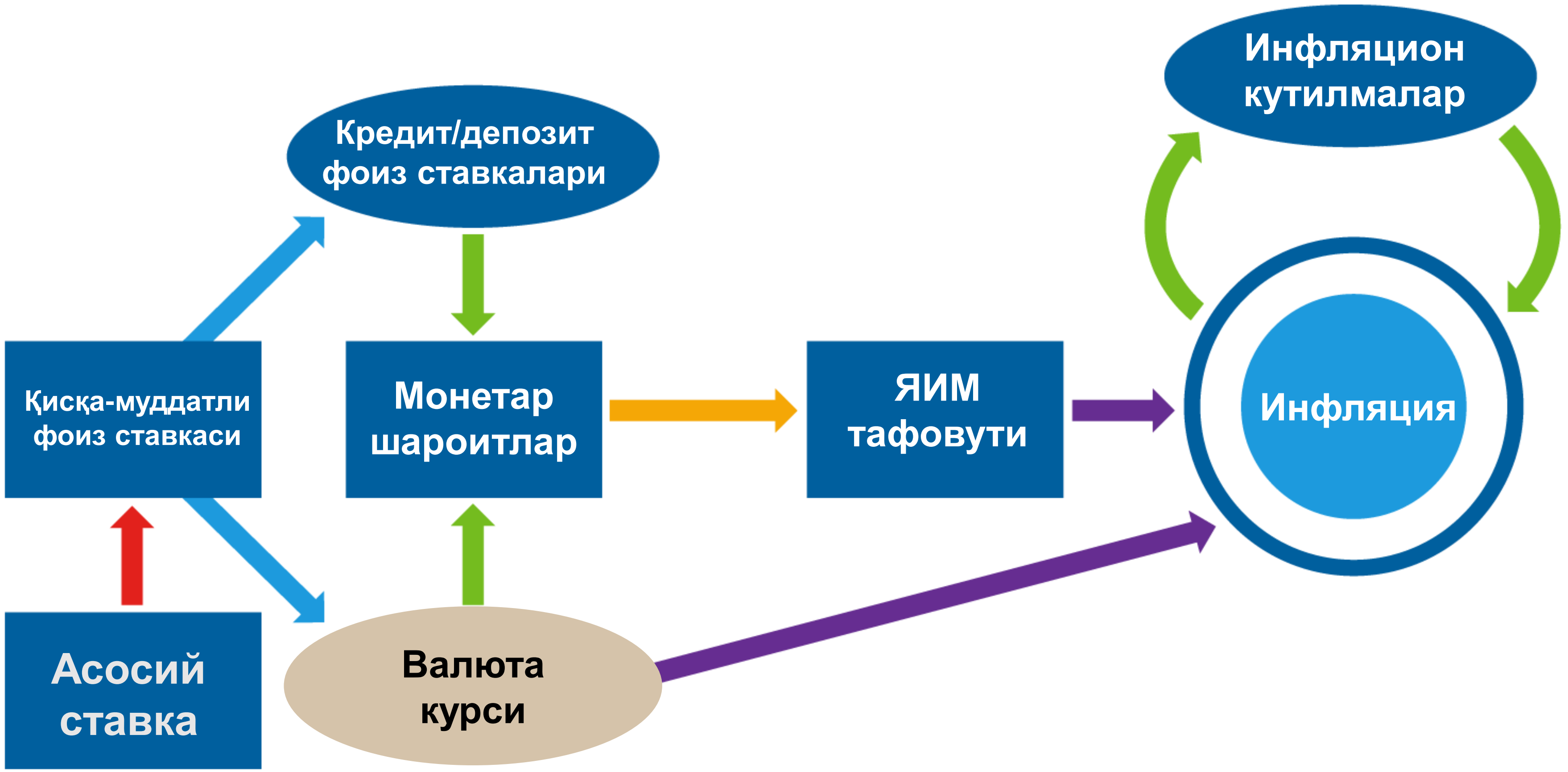
(ялпи талабни камайтирувчи сиёсат)

- Инфляцияни пасайтиради
- Кредит пуфакларининг олдини олади
- Қарз кескин ошишининг олдини олади
- Жамғаришни қўллаб қувватлайди
- Жорий операциялар ҳисоби тақчиллигининг олдини олади



EXPANSIONARY
MONETARY POLICY
LOW INTEREST RATES
INFLATION
ECONOMIC GROWTH
RESTRICTIVE
MONETARY POLICY
HIGH INTEREST RATES
CURB INFLATION

Пул-кредит сиёсатининг трансмиссияси

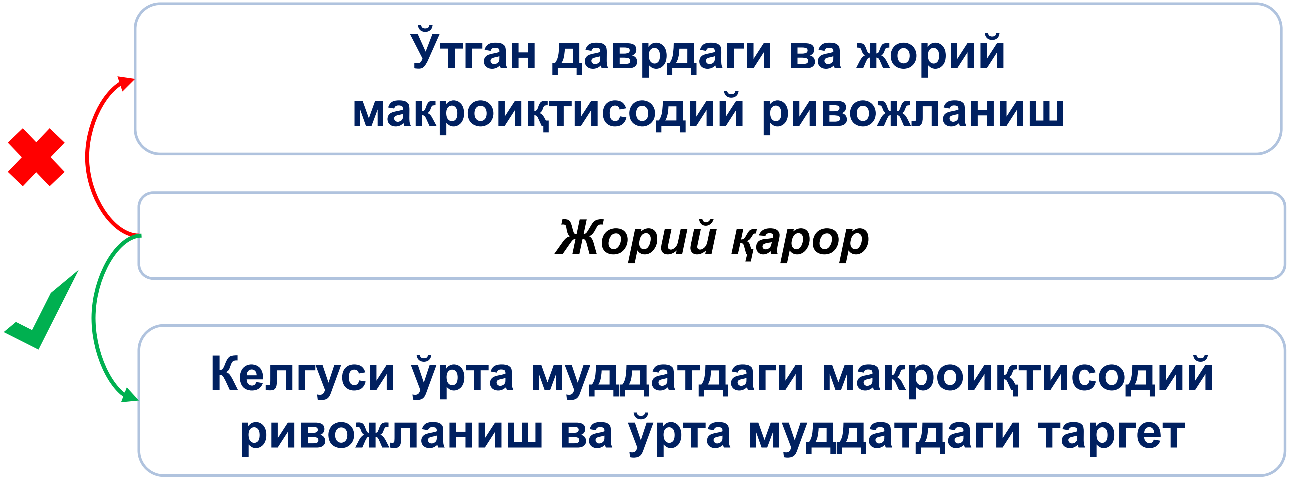


Note: Monetary policy transmission from interest rates to inflation involves “long and variable lags” (Milton Friedman).

Макроиқтисодий таҳлил

Жорий пул-кредит сиёсати бўйича қарор қабул қилишда

- келажакда инфляция бўйича таргетга эришиш мақсадидан келиб чиқилади
- Пул-кредит сиёсати қарорлари маълум бир лаг билан таъсир қилади
- Ўтиб кетган макроиқтисодий жараёнларга таъсир этиб бўлмайди.



- **Истиқболга йўналтирилган (forward-looking)**

  - ✓ Жорий ҳолат ва яқин даврдаги ривожланиш
  - ✓ Ўрта муддат учун иқтисодий истиқбол
  - ✓ Фоиз ставкасининг келажакдаги траекторияси асосий мақсад билан мувофиқ бўлиши
  - ✓ Рискли/муқобил сценарийлар ишлаб чиқиш ва уларнинг таъсирларини прогнозлаштириш
  - ✓ Доимий прогноз қилиш => тизимли ишларни йўлга қўйиш => FPAS!

- **FPAS** (Forecasting and Policy analysis system)

Марказий банк бошқарувининг тўғри қарорлар қабул қилиши учун макроиқтисодий маълумотларни чуқур таҳлил қилиш ва прогнозлаш тизими.

Асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича иқтисодий таҳлил босқичлари

1	**Ташқи сектор таҳлили**	*Глобал иқтисодий ўсиш ва инфляцион жараёнлар, молиявий шароитлар, асосий савдо ҳамкор мамлакатлардаги иқтисодий ўзгаришлар (инфляция, фоиз ставкалари, ЯИМ ўсиши, валюта курслари ва ҳ.к.), жаҳон хомашё бозорлари таҳлили.*
2	**Ички иқтисодий шароитлар таҳлили**	*Ишлаб чиқариш кўрсаткичлари (ЯИМ ва унинг компонентлари ўзгариши, ишлаб чиқариш тафовути), меҳнат бозори индикаторлари, аҳоли даромадлари, тўлов баланси, халқаро захиралар.*
3	**Фискал сиёсат таҳлили**	*Бюджет даромадлари ва харажатлари ўзгариши, умумий фискал баланс, давлат қарзи (ички ва ташқи), фискал ҳолат (fiscal stance)*
4	**Монетар сектор таҳлили**	*Қисқа муддатли фоиз ставкалари ўзгариши (номинал ва реал), пул бозори ва пул-кредит инструментлари таҳлили, депозит ва кредитлар (қолдиғи ва ажратилиши) таҳлили, алмашув курси, монетар шароитлар индекси (monetary stance).*
5	**Инфляция таҳлили**	*Умумий ва базавий инфляция динамикаси таҳлили (ойлик, йиллик, мавсумий тозаланган), инфляцион хатарлар, инфляциянинг талаб ва таклиф омиллари таҳлили; инфляциянинг компонентлари ўзгариши*
6	**Секторлар таҳлилларини умумлаштириш**	*Секторлар таҳлилидан олинган хулосаларни бирлаштириш ва барча секторларни ўзаро боғловчи иқтисодий мантиқни шакллантириш.*

Пул-кредит сиёсати бўйича қарорлар қабул қилиш

Макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлаш

Асосий тамойил: Далиллар ва маълумотларга асосланган, истиқболга йўналтирилган ёндашув

Бошқарув йиғилиши - йилига 8 маротаба

1. Дастлабки таҳлил

Мавжуд макроиқтисодий шароитларнинг секторал таҳлили ва жорий иқтисодий ҳолатни баҳолаш

2. Сценарий ва Прогнозни ишлаб чиқиш

Сценарийларни ишлаб чиқиш ва қисқа муддатли ва ўрта муддатли прогнозлаш

3. Ички Прогноз Муҳокамаси

Дастлабки прогноз натижаларини Тадқиқот ва статистика бўлимлари ва раис ўринбосари билан муҳокама қилиш

4. Прогнозни янгилаш ва тақдим этиш

Прогнозларни янгилаш (агар керак бўлса) ва Кредит қўмитасига тақдим этиш

5. Сиёсатни мувофиқлаштириш

Макроиқтисодий прогнозларни мувофиқлаштиришни таъминлаш ва ПКС инструментлари бўйича тавсиялар ишлаб чиқиш

6. Якуний қарор

Сиёсат ставкасини кўриб чиқиш ва қарор қабул қилиш бўйича Бошқарув йиғилиши

Макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлаш инструментлари

Асосий ишчи модел

Ўрта муддатли прогнозлаш модели – QPM (2019-2022)
NK SOE gap model, 229 тенглама, 8 иқтисодий блок, даврийлиги – чораклик.

Қисқа муддатли моделлар

- **Инфляцияни прогнозлаш** учун disaggregated ARIMA модели (2018)
- **BVAR -** Инфляцияни прогнозлаш (2021)
- **DFM** - ЯИМнинг ўсиши (2022)
- **FPPга асосланган** модел(2021-2022)
- **MIDAS**- ЯИМнинг ўсиши (2023)
- **LBVAR**- 20 дан ортиқ кўрсаткичлар (2025)

Таркибий макроиқтисодий модел

DSGE Ўзбекистон иқтисодиёти учун модел– **BIRIM** (2022-2024)
NK SOE structural model, 235 тенглама, 7 иқтисодий блок, даврийлиги – йиллик.

Пул-кредит сиёсати коммуникацияси

АСОСИЙ НАШРЛАР

- Асосий ставка бўйича пресс-релизлар (йилда 7 марта)
- Пул-кредит сиёсати шарҳи (4 та)
- Пул-кредит сиёсатининг 2026-2028 йилларга мўлжалланган асосий йўналишлари
- МБ Раиси маърузаси ва пресс брифинг презентациялари (4 та)

ОЙЛИК НАШРЛАР

- Умумий инфляция ва базавий инфляция бўйича инфографикалар
- Инфляцион кутилмалар ва сезилган инфляция инфографикаси (12 та)

ЧОРАКЛИК НАШРЛАР

- Пул бозори ва ликвидлик шарҳи (4 та)
- Кўчмас мулк бозори шарҳи (4 та)
- Меҳнат бозори шарҳи (4 та)
- Бизнес кайфияти шарҳи (4 та)
- Аҳоли истеъмол кайфияти шарҳи (4 та)

ТАДҚИҚОТ ВА ТАҲЛИЛЛАР

- Ижтимоий муҳим турдаги истемол товарлари нархлари бўйича тадқиқот ва таҳлиллар (6 та)
- Макроиқтисодиётга ва пул-кредит сиёсатига оид таҳлил ва тадқиқотлар (4 та)

Эътиборингиз учун раҳмат!