

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки

ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИНГ
2025 ЙИЛ ВА 2026-2027 ЙИЛЛАР
ДАВРИГА МЎЛЖАЛЛАНГАН
АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ

Концептуал лойиҳа

© Ўзбекистон Республикаси Марказий банки, 2024 йил

Пул-кредит сиёсати департаменти томонидан тайёрланди.

Таклиф ва эътирозларни қуйидаги манзилга жўнатишингиз мумкин:

E-mail: zakirov@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22

МУНДАРИЖА

ҚИСҚАРТМАЛАР	4
КИРИШ	5
I. 2024 йилда шаклланган макроиқтисодий шароитлар ва пул-кредит сиёсати таҳлили	9
1.1. Инфляцион жараёнларга таъсир қилган ички ва ташқи омиллар таҳлили.....	9
1.2. Инфляция динамикаси таҳлили ва уни пасайтиришга қаратилган пул-кредит сиёсати чоралари	19
1-ҳавола Иқтисодийётга кредит қўйилмаларидаги таркибий ўзгаришлар ва кутилмалар	29
2-ҳавола Инфляцион кутилмаларда кузатилаётган узоқ муддатли тенденциялар таҳлили.....	32
3-ҳавола Инфляциянинг турли кўрсаткичлари: тез ва секин мослашувчан нархлар мисолида	36
II. 2025-2027 йилларда макроиқтисодий ривожланиш сценарийлари ва пул-кредит сиёсати	40
2.1. Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийси ва пул-кредит сиёсати.....	44
2.2. Макроиқтисодий ривожланишнинг муқобил сценарийси ва пул-кредит сиёсати	54
4-ҳавола Инфляцион хатарлар сценарийси ва пул-кредит сиёсати	60
5-ҳавола Алмашув курси ўзгаришининг иқтисодий ривожланишга таъсири: DSGE модели асосида	63
6-ҳавола Фискал сиёсат устунлигининг макроиқтисодий оқибатлари.....	68
III. Пул-кредит сиёсати самарадорлигини оширишнинг устувор йўналишлари	71
3.1. Пул-кредит сиёсати инструментларини такомиллаштириш истиқболлари	71
7-ҳавола Пул-кредит сиёсатида хатарларни бошқариш ёндашуви	76
8-ҳавола Банк тизими умумий ликвидлиги динамикаси ва прогнози	79
3.2. Макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлаштириш салоҳиятини ривожлантириш йўналишлари.....	81
ИЛОВАЛАР	84
1-илова 2025 йилда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича йиғилишлар графиги	84
2-илова Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг пул-кредит сиёсатига оид нашрларнинг 2025 йилга мўлжалланган тақвими	85
3-илова Пул-кредит сиёсатининг мақсади ва асосий тамойиллари.....	87
4-илова Реал самарали алмашув курсини баҳолашнинг муқобил методологиялари....	90
5-илова Марказий банк рақамли валютасининг пул-кредит сиёсати трансмиссиясига таъсири.....	94
6-илова Сунъий интеллект ривожланишининг иқтисодий жараёнларга таъсири	97
7-илова Даромадлилик эгри чизиғи ва уни макроиқтисодий таҳлиллардаги аҳамияти	100
8-илова Мажбурий захиралаш инструментининг пул-кредит сиёсатини амалга оширишда қўлланилиши	103
ГЛОССАРИЙ.....	107

ҚИСҚАРТМАЛАР

ЯИМ	–	ялпи ички маҳсулот
ИНИ	–	истеъмол нархлари индекси
ИЧНИ	–	ишлаб чиқарувчилар нархлари индекси
ФАО	–	БМТ Озиқ-овқат ва қишлоқ хўжалиги ташкилоти
ФЗТ	–	Федерал захира тизими
ХВЖ	–	Халқаро валюта жамғармаси
ЎТТЖ	–	Ўзбекистон тикланиш ва тараққиёт жамғармаси
ҚҚС	–	қўшилган қиймат солиғи
ДҚҚ	–	давлат қимматли қоғозлари
ФСУ	–	фискал сиёсат устунлиги
ПСУ	–	пул-кредит сиёсати устунлиги
РСАК	–	реал самарали алмашув курси
МБРВ	–	марказий банк рақамли валютаси

КИРИШ

Пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишлари Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг жорий иқтисодий вазият ва ўрта муддатли истиқболда кутилаётган макроиқтисодий ривожланиш бўйича қарашларини ҳамда ушбу даврда нархлар барқарорлигини таъминлашга қаратилган пул-кредит сиёсати чораларини белгилайди.

Жорий йилда Ўзбекистон иқтисодиёти Пул-кредит сиёсатининг 2024 йил ва 2025-2026 йилларга мўлжалланган асосий йўналишларининг базавий сценарийси доирасида кутилганидан биров юқорироқ суръатларда ўсишда давом этмоқда. Аҳоли даромадларининг ўсиши ва тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларнинг юқорилиги ички талабни, шунингдек, иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватловчи асосий омиллардан бўлмоқда.

Биринчи ярим йилликда амалга оширилган энергия ресурслари тарифларининг эркинлаштирилиши таъсирида иқтисодиётда инфляция жараёнларини тезлашиши кузатилиб, ушбу ўзгаришларнинг иккиламчи таъсирлари йилнинг иккинчи ярмидан бошлаб базавий инфляциянинг ошишида намоён бўлмоқда. Шу билан бирга, сўнгги ойларда таклиф узилишлари айрим озиқ-овқат ва ёқилғи маҳсулотлари нархларига салбий таъсир кўрсатди.

Энергия тарифларининг оширилиши ва унинг инфляцион кутилмаларга таъсири тахмин қилинганидан пастроқ бўлганлиги ҳамда инфляциянинг яқин истиқболдаги пасайиши бўйича кутилмалар ҳисобига Марказий банк асосий ставкаси июлда 0,5 фоиз бандга пасайтирилди. Бироқ, кейинги ойларда умумий инфляциянинг ўзгаришсиз қолиши фонида асосий ставка ҳам 13,5 фоиз даражасида сақлаб қолинди.

Ўзгарувчан ва ноаниқликлар кучайган даврда пул-кредит сиёсатининг келгуси йилларга мўлжалланган асосий йўналишлари турли омилларнинг амалга ошиш эҳтимоллиги ва инфляцияга таъсир кўлампидан келиб чиқиб ўрта муддатли даврда макроиқтисодий ривожланишнинг **асосий, муқобил ва хатарли сценарийлари** асосида ишлаб чиқилди.

Асосий сценарий прогнозлари ички ва ташқи шароитлар жорий ҳолатларда сақланиб қолиши ва давом этиши, хусусан глобал инфляция пасайиб бориши, жаҳонда иқтисодий ўсиш суръатларининг ижобий ва хомашё нархларининг нисбатан юқори даражада сақланиб қолиши, ички талабнинг ошиб бориши ҳамда ислохотларнинг фаол давом эттирилиши шартлари асосида амалга оширилди.

Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийсига кўра, ЯИМнинг реал ўсиши қатъий пул-кредит шароитлари ва фискал консолидация таъсирида 2025 йилда 5,5-6,0 фоиз, 2026 йилда 5,5-6,5 фоиз, 2027 йилда эса 6,0-6,5 фоиз атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда.

Нисбатан қатъий пул-кредит шароитларининг таъминланиши ҳисобига истеъмол талаби нормаллашуви ва **инфляциянинг 2025 йилда 6,0-7,0 фоизгача пасайиши, 2026-2027 йилларда 5 фоизлик таргетига** яқин даражада шаклланиши кутилмоқда. 2026 йилнинг иккинчи ярмида инфляциянинг таргет кўрсаткичига етиши пул-кредит шароитларини маълум даражада юмшатиб бориш ва босқичма-босқич нейтрал фазага ўтказиш имконини беради.

Муқобил сценарий жорий ички шароитларнинг сақланиб қолиши ва ташқи хатарларнинг ортиши, жумладан глобал инфляция узокроқ муддат юқори даражада шаклланиши, айрим йирик иқтисодиётларда иқтисодий фаолликнинг сезиларли пасайиши ва жаҳон иқтисодиёти фрагментациясининг кучайиши бўйича хатарларнинг ички иқтисодиётга салбий таъсирларини инобатга олган ҳолда ишлаб чиқилди.

Бунда, ташқи хатарларнинг иқтисодий ўсишга салбий таъсирлари юқори бўлиб, ташқи талабнинг пасайишидан кўриладиган иқтисодий ривожланишдаги йўқотишларни камайтириш ички талабни қўллаб-қувватлашда фискал рағбатлантиришлар ва кредит қўйилмалари оширилиши ҳисобига амалга оширилади. Натижада иқтисодий ўсиш суръати 2025 йилда 5,0-5,5 фоиз, 2026 йилда 5,0-6,0 фоиз доирасида шаклланиши, 2027 йилда эса 5,5-6,5 фоизгача тикланиши прогноз қилинмоқда.

Муқобил сценарийда иқтисодий фаолликнинг маълум даражада пасайиши ва қатъий пул-кредит шароитларининг сақлаб қолиниши фонида умумий инфляция **2025 йилда 7-8 фоизга, 2026 йилда 6 фоизга яқин бўлиши ва 2027 йилнинг биринчи ярмида 5 фоизлик таргетгача пасайиши** кутилмоқда.

Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий ва муқобил сценарийларига қўшимча равишда инфляцияни оширувчи хатарларнинг ортишига асосланган **хатарли сценарий** ҳам кўриб чиқилди ва бундай шароитда инфляцияни пасайтиришга қаратилган пул-кредит сиёсати чоралари таҳлил қилинди.

Ўрта муддатли макроиқтисодий ривожланишнинг ушбу сценарийсида, минтақадаги иқлим ўзгаришининг ишлаб чиқариш кўрсаткичларига салбий таъсири, ишлаб чиқаришнинг чекланганлиги шароитида фискал рағбатлантиришларнинг кучайтирилиши ҳамда энергия ресурслари таклифининг талабга номуносиб бўлиши ҳисобига иқтисодиётдаги ялпи таклифнинг қисқаришига олиб келиши мумкин бўлган хатарлар инобатга олинди. Мазкур хатарлар таъсирида умумий инфляция **2025 йилда 8-9 фоиз, 2026 йилда 7-8 фоиз атрофида шаклланиши ва 5 фоизлик таргетга 2027 йилнинг охирида етиши** кутилмоқда.

Бунда, таргетга етиш эҳтимоли пул-кредит сиёсатида кўриладиган чоралар таъсирчанлигига ҳам боғлиқ бўлиб, янада қатъий пул-кредит шароитларини таъминлашни тақозо этади.

Макроиқтисодий ривожланишнинг ҳар қандай сценарийси шароитида ҳам пул-кредит сиёсати чоралари Марказий банкнинг асосий мақсади бўлган нархлар барқарорлигини таъминлашга қаратилиб, инфляцияни 5 фоизлик таргетгача пасайтириш ва ушбу даражада барқарор шаклланишига йўналтирилади.

Шу билан бирга, келгуси йилларда пул-кредит сиёсати чоралари самарадорлигини оширишга қаратилган қуйидаги муҳим йўналишлар белгилаб олинмоқда:

1. Тижорат банкларининг ортиқча ликвидлигини жалб этиш инструментларини секьюритизация қилиш (*гаров мулки билан таъминлаш*) орқали уларга бўлган талабни ошириш ва банклараро РЕПО операциялари бўйича фоиз ставкаларини асосий ставкага яқин даражада шаклланишини таъминлаш;

2. Даромадлилик эгри чизиғининг қисқа муддатли сегментини белгилаш ҳамда Марказий банк облигациялари даромадлилиги бозор иштирокчилари кутилмаларини тўлиқ намоён этишига эришиш мақсадида Марказий банк облигацияларининг турли муддатли ва кам ҳажмдаги эмиссиясини фаоллаштириш;

3. Пул-кредит сиёсати операцияларини амалга ошириш қоидалари ҳамда пул ва РЕПО бозорлари бўйича меъёрий ҳужжатларни юридик аудитдан ўтказиш ҳамда зарурий ўзгартиришлар киритиш;

4. Тижорат банклари мажбуриятларини мажбурий захиралаш талаби билан қамраб олиш даражасини босқичма-босқич ошириб бориш ҳамда уларнинг хорижий валютадаги мажбуриятлари бўйича мажбурий захиралаш талабини мос равишда пасайтириш орқали мажбурий захиралаш талабларини такомиллаштириш;

5. Пул-кредит сиёсати соҳасида қарорлар қабул қилишда фаол қўлланиладиган макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлаш тизимини халқаро молия ташкилотлари экспертлари кўмагида такомиллаштириб бориш, шу жумладан, қисқа ва ўрта муддатли прогноз моделлари параметрларини жорий иқтисодий реалликка мувофиқлаштириш;

6. Чакана кредитларнинг ўсиш суръатларини мувозанатлаштириш орқали инфляцияга бўлган босимларни камайтириш мақсадида пул-кредит ва макропруденциал сиёсат чораларини ўзаро мувофиқликда қўллаш фаол давом эттирилади. Шу жумладан, заруриятдан келиб чиқиб айрим турдаги чакана кредитлар бўйича макропруденциал талаблар кучайтириб бориши мумкин.

Умуман олганда, Марказий банк ўрта муддатли истиқболда ҳам инфляцияни 5 фоизлик таргетигача пасайтириш ва нархлар барқарорлигини таъминлашга қаратилган фаол пул-кредит сиёсатини амалга оширади. Шароитлар инфляцияни барқарор пасайтириш учун етарлича қатъий даражада сақлаб турилади ва ҳар қандай эҳтимолий инфляцион хатарлар юзага келганда пул-кредит сиёсати инструментлари орқали ўз вақтида зарурий чоралар кўриб борилади.

I. 2024 ЙИЛДА ШАКЛЛАНГАН МАКРОИҚТИСОДИЙ ШАРОИТЛАР ВА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ ТАҲЛИЛИ

1.1. Инфляцион жараёнларга таъсир қилган ички ва ташқи омиллар таҳлили

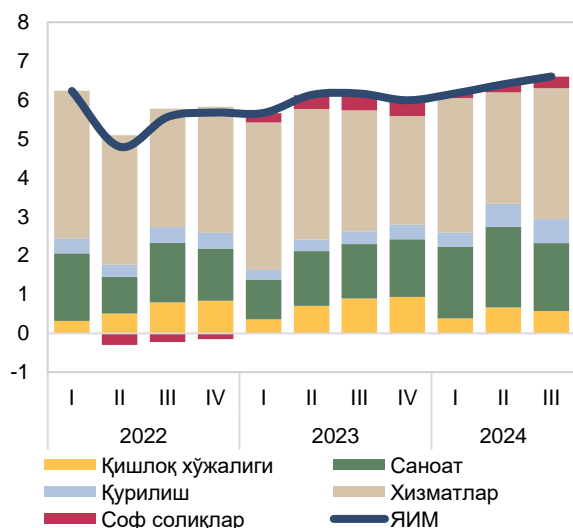
2024 йилнинг 9 ойи давомида иқтисодий ўсиш суръатлари тезлашиб, асосан, ишлаб чиқариш, хизматлар ва инвестиция фаоллиги ҳисобига қўллаб-қувватланди. Пул ўтказмалари ҳажмининг сезиларли ошиши уй хўжалиқларининг даромадлари ошишига ва барқарор истеъмол талабини шаклланишига хизмат қилди.

Шу билан бирга, биринчи ярим йилликда бюджет харажатларининг ўсиш суръати даромадлар ўсишидан юқорироқ шаклланди, III чоракда эса бюджет даромадлари тушумининг кўпайиши ва давлат харажатлари ҳажмининг секинлашиши кузатилди.

Иқтисодий ўсиш. 2024 йилнинг 9 ойида ялпи ички маҳсулотнинг реал ўсиши ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 6,6 фоизни ташкил этди.

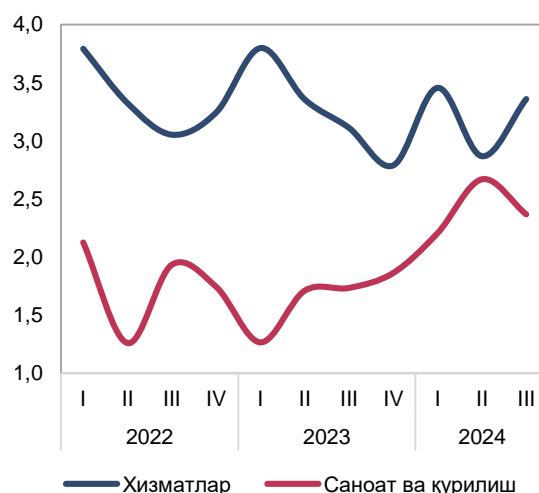
Саноат, қурилиш ва хизматлар соҳаси таклиф томонидан ўсишнинг асосий омилларидан бўлди. Сўнгги йилларда иқтисодий ўсишда хизматлар соҳасининг ҳиссаси юқориликка қолмоқда (1.1.1-расм).

1.1.1-расм. Ишлаб чиқариш усули бўйича ЯИМ ўсиши декомпозицияси, ф.б.



Манба: Статистика агентлиги.

1.1.2-расм. ЯИМ ўсишига айрим компонентларининг қўшган ҳиссаси, ф.б.



2024 йил январь-сентябрь ойлари якунига кўра, саноат, қурилиш тармоқлари ва хизматлар соҳаларида ўтган йилнинг мос даврига нисбатан юқори ўсиш кузатилди. Жумладан, реал ўсиш даражаси қурилишда – 9,1 фоизни, саноатда – 7,0 фоизни ташкил этган бўлса, хизматларда – 12,8 фоизга тенг бўлди.

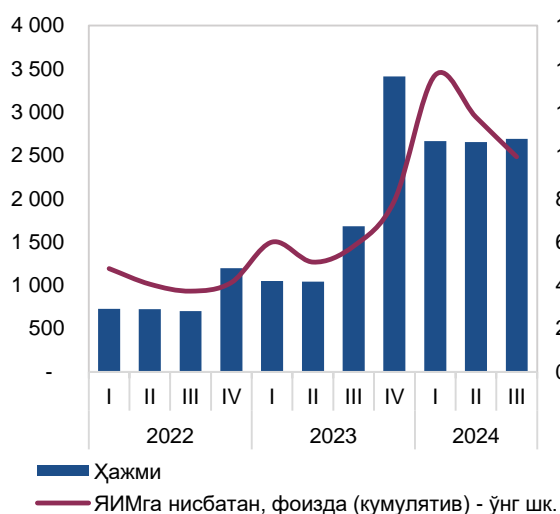
Ялпи талабни қўллаб-қувватлаш инвестицион фаоллик, хусусан, ушбу жараёнларда тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ва кафолатланмаган хорижий кредитлар (*реал ўсиши – 62,1 фоиз*) муҳим аҳамият касб этмоқда (*1.1.3-расм*). Инвестицияларнинг асосий қисми саноат соҳасига йўналтирилиб, хусусан тоғ-кон саноатига инвестициялар сезиларли ошди.

Таълим, ташиш ва сақлаш, ахборот ва алоқа хизматлари ҳамда уй-жой қурилишига йўналтирилган маблағларнинг жами инвестициялардаги улуши камайганига қарамасдан, хизматлар ва қурилиш соҳасига йўналтирилаётган инвестицияларда юқори ўсиш суръатлари давом этди.

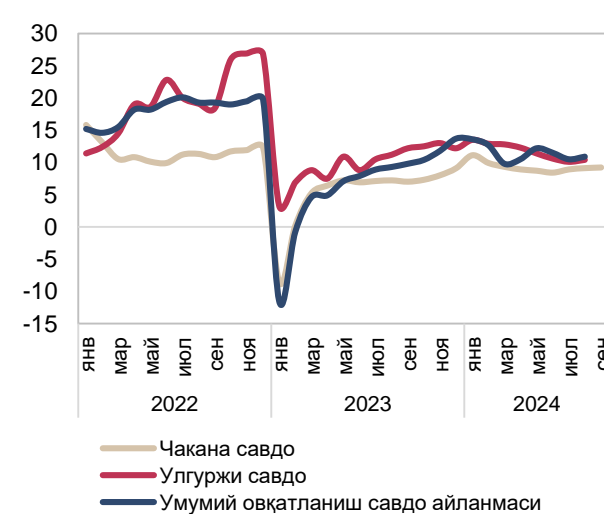
Истеъмол фаоллиги барқарор равишда юқорилигича қолмоқда. Чакана савдо айланмаси (*9,2 фоиз*), умумий овқатланиш (*10,9 фоиз*) ва туризм хизматлари импорти (*52,1 фоиз*) юқори ўсишда давом этмоқда.

Иқтисодий фаоллик банклараро транзакциялар ҳажмининг жорий йилнинг дастлабки 9 ойида ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 28,6 фоизга ошишида ҳам намоён бўлди (*1.1.5-расм*).

1.1.3-расм. Тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар динамикаси, млн. доллар

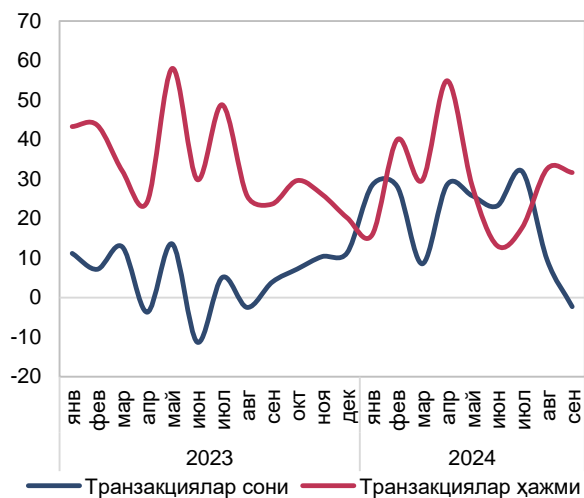


1.1.4-расм. Савдо ва умумий овқатланиш корхоналари товар айланмаси, реал ўсиш, фоизда



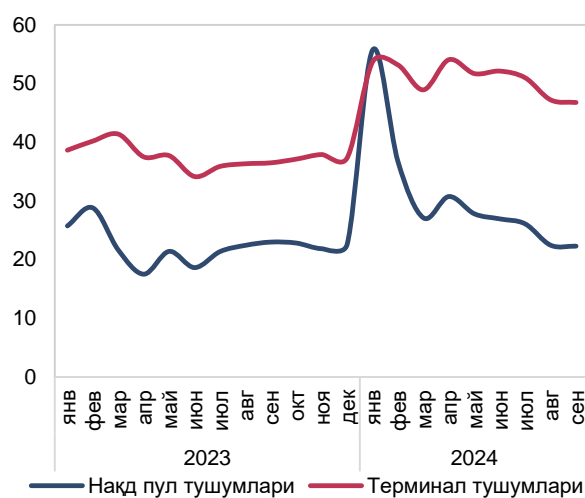
Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари.

1.1.5-расм. Банклараро транзакциялар динамикаси, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан



Манба: МБ ҳисоб-китоблари.

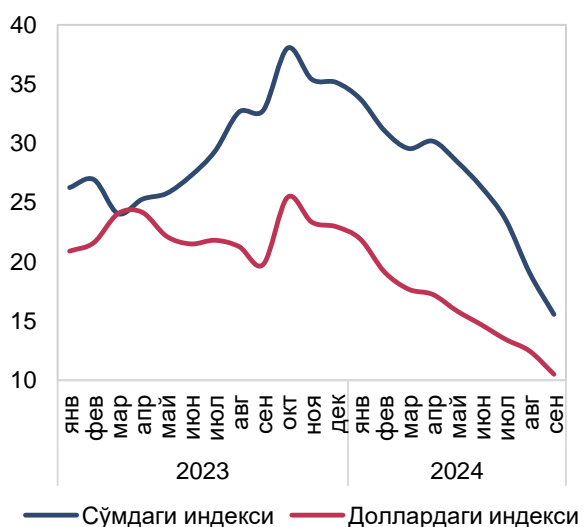
1.1.6-расм. Савдо ва пуллик хизматлардан тушумлар ўзгариши, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан



2024 йилнинг январь-сентябрь ойларида савдо ва пуллик хизматлардан тушумлар ҳажми ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 32,1 фоизга ошди ва барча ойларда ижобий ўзгариш кўрсаткичлари қайд этилди (1.1.6-расм).

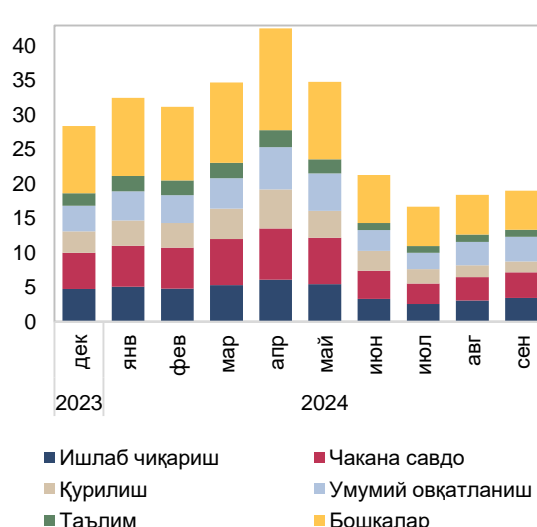
2024 йилнинг 9 ойида турар-жой кўчмас мулк бозоридаги нархларнинг ойлик ўсиш суръатлари секинлашиб, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан пастроқ шаклланди. Юқори нарх эффектининг сақланиб қолаётганлиги таъсирида иккиламчи бозорда уй-жой нархлари ўсиши сентябрь ойида сўм индексида 15,5 фоизни (ўтган йилнинг мос даврида 32,8 фоиз) ташкил этди (1.1.7-расм).

1.1.7-расм. Иккиламчи уй-жой бозори нархлари индекси



Манба: Очiq маълумотлар асосида МБ ҳисоб-китоблари.

1.1.8-расм. Эълон қилинган бўш иш ўринлари сони, минг дона

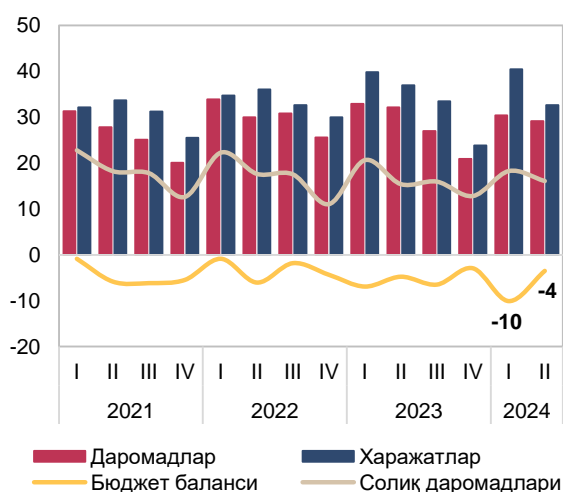


2024 йилнинг июль ойига келиб бўш иш ўринлари сони камайганига қарамасдан, август ва сентябрь ойларида таклифнинг бироз яхшиланиб бораётганлиги кузатилмоқда (1.1.8-расм). Бунда асосан, чакана савдо, умумий овқатланиш ва ишлаб чиқариш соҳаларида эълон қилинган бўш иш ўринлари сони қолган соҳаларга нисбатан сезиларли даражада юқори сақланиб қолмоқда.

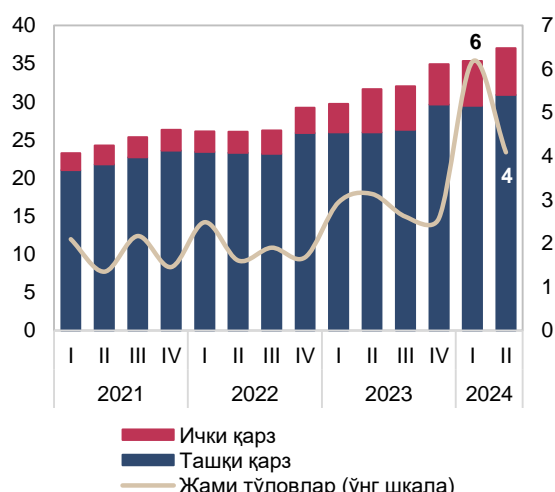
Фискал ҳолат. Жорий йилнинг III чорагида ҳам бюджет харажатлари ва даромадлари ўзгариш динамикасида сезиларли тафовут сақланиб қолди. Консолидациялашган давлат бюджети тақчиллиги I чорақда ЯИМга нисбатан 10 фоизни ташкил этган бўлса, ушбу кўрсаткич II чорақда сезиларли қисқариб 4 фоизгача пасайди (1.1.9-расм). Бу асосан ЎТТЖ ва бюджетдан ташқари жамғармаларга ажратмалар ҳамда иқтисодий харажатларнинг қисқариши ва ЯИМнинг юқори ўсиши билан боғлиқ.

2024 йилнинг биринчи ярмида бюджет харажатларининг ўсиш суръати даромадлар ўсишидан юқорироқ шаклланди. Жумладан, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан жорий йилнинг биринчи чорагида даромадлар 11 фоизга ва харажатлар 22 фоизга ўсган бўлса, ушбу кўрсаткичлар орасидаги номутаносиблик иккинчи чорақка келиб қисқарди ва даромадлар 8 фоизга, харажатлар эса 5 фоизга ўсди.

1.1.9-расм. Консолидациялашган давлат бюджети даромад ва харажатлари, ЯИМга нисбатан фоизда



1.1.10-расм. Давлат қарзи ва ташқи қарз бўйича тўловлар, ЯИМга нисбатан фоизда



Манба: ИМВ ва Статистика агентлиги маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари.

Изоҳ: Бюджет даромад ва харажатлари ҳамда ташқи қарз бўйича тўловларнинг ЯИМга нисбатини ҳисоблашда соф чорақлик ЯИМ маълумотларидан фойдаланилган.

Умуман олганда, мазкур рағбатлантирувчи фискал сиёсат истеъмол фаоллигини қўллаб-қувватлаш орқали иқтисодий фаолликнинг юқори сақланиб қолишига сезиларли ҳисса қўшмоқда.

Сўнгги даврларда ЯИМга нисбатан солиқ тушумлари ҳажмининг қисқариб (*1.1.9-расм*), давлат қарзи ва ташқи қарз бўйича жами тўловлар ҳажмининг ортиб бориши кузатилаётган бўлиб (*1.1.10-расм*), 2024 йилнинг биринчи ва иккинчи чорақларида давлатнинг ташқи қарз бўйича жами тўловлари соф чорақлик ЯИМга нисбатан мос равишда 6 ва 4 фоизгача етган.

Иқтисодий фаолликнинг ўсиши шароитида ЯИМга нисбатан солиқ тушумлари улушининг қисқариб бориши норасмий секторда фаолликнинг ошаётганлиги ҳамда солиқ маъмурчилигини янада такомиллаштириш ёки солиққа оид қонунчиликдаги бўшлиқларни¹ кўриб чиқиш заруриятининг мавжудлиги билан боғлиқ бўлиши мумкин.

Шунингдек, солиқ тушумлари ҳажмининг қисқариб бориши келгусида бюджетни солиқдан ташқари, жумладан табиий ресурслар сотувидан олинган даромадларга ёки қарз маблағларига қарамлигини ошириб, ҳукуматни ташқи хатарларга нисбатан заифлигининг кучайишига, қарз ва қарз бўйича харажатларни сезиларли ошиши эса ҳукуматнинг молиявий ҳолатига потенциал босимнинг ортишига сабаб бўлиши мумкин. Бу, ўз навбатида, узоқ муддатли даврда давлатнинг инвестицион қобилиятини пасайиши орқали иқтисодий ўсишга салбий таъсир қилиши мумкин.

Ташқи иқтисодий шароитлар

2023-2024 йиллардаги марказий банклар томонидан олиб борилаётган қатъий пул-кредит сиёсати натижасида глобал инфляция босқичма-босқич пасайишда давом этмоқда.

Халқаро Валюта Жамғармасининг (ХВЖ) глобал инфляция бўйича октябрь ойидаги прогнозлари, аввалгисига нисбатан бироз пасайтирилиб, 2024 йил якунида 5,0 фоиз бўлиши кутилмоқда. Бунда, ривожланган иқтисодиётларда инфляция даражасининг пасайиш тренди давом этиб, жорий йил якунида 2,2 фоизни ташкил этиши прогноз қилинмоқда.

¹ Бўшлиқлар деганда солиқ қонунчилигидаги ноаниқликлар ёки қамраб олинмаслик ҳолатлари тушунилади. Мазкур бўшлиқлар жисмоний ёки тадбиркорлик субъектларига қонун ҳужжатларини бузмаган ҳолда солиқ мажбуриятларини камайтириш ёки солиқларни тўлашдан бутунлай қочиш имконини беради.

Ривожланаётган мамлакатларда эса умумий инфляция даражаси пасайиши нисбатан узоқроқ вақтни талаб этмоқда. Натижада, 2024 йил якуни бўйича инфляция 7,0 фоиз бўлиши кутилмоқда.

Шу билан бирга, жаҳон миқёсида хизматлар инфляцияси пасайишининг секин кечиши ҳамда геосиёсий кескинликлар давом этиши шароитида фоиз ставкаларини юмшатилиши аввал кутилганидан кечроқ бошланди.

Инфляциянинг пасайиши фонида жорий йилнинг 9 ойида глобал молиявий шароитлар юмшай бошлади. Хусусан, йирик ривожланган иқтисодиётларнинг² ўртача тортилган фоиз ставкаси 42 базис пунктга пасайиб, йиллик 3,78 фоизни ташкил этди. 2024 йил якунига қадар етакчи марказий банклар инфляция пасайиб бориши билан фоиз ставкаларини пасайтиришда давом этиши кутилмоқда.

ХВЖнинг октябрь ойидаги прогнозларига кўра, 2024 йилда жаҳон иқтисодий ўсиши 3,2 фоизни (2024 йил июль ойидаги прогнозларга нисбатан ўзгариш бўлмаган) ташкил этади. Бунда, иқтисодиёт ўсишининг ривожланган давлатларда 1,8 фоизга (0,1 фоиз бандга юқори), ривожланаётган иқтисодиётларда эса 4,2 фоиз (ўзгариш бўлмаган) доирасида бўлиши кутилмоқда.

Жаҳонда товар ва хизматлар савдоси ҳажми ўсишда давом этиб, 2024 йилда 3,1 фоизга (ривожланаётган мамлакатларда 4,6 фоизга) ошиши кутилмоқда.

Хусусан, халқаро контейнер ташиш харажатлари нархи иккинчи чорақда Хитойдан бошқа мамлакатларга амалга оширилган савдо ҳажми сезиларли ошиши натижасидаги кескин кўтарилишидан сўнг (йил бошига нисбатан 120 фоиз), учунчи чорақда талабнинг пасайиши жаҳон контейнер ташиш индексида³ ҳам акс этди ва сентябрь якунида йил бошига нисбатан 31 фоизлик ўсиш қайд этилди.

Иқтисодий фаолликни кўрсатувчи глобал ишбилармонлик фаоллиги индекси (PMI) сентябрь ойида ишлаб чиқариш соҳаси кетма-кет учинчи ой қисқараётганини кўрсатмоқда. Йирик иқтисодиётлардан АҚШ, Япония, Буюк Британия ва Бразилияда фаолликнинг ўсиши кузатилган бўлса, Евроҳудуд, Россия ва Хитойда фаолликнинг

² ХВЖ томонидан Кучли еттилик давлатлари классификацияси.

³ Drewry's жаҳон контейнер ташиш индекси.

пасайиши қайд этилган. Шу билан бирга, хизматлар соҳасида фаоллик юқори даражада бўлиб, 2023 йил бошидан ижобий тенденцияда шаклланмоқда.

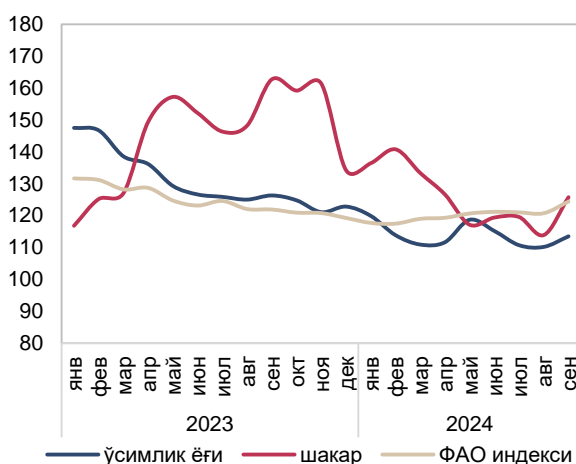
Асосий савдо ҳамкорларда геосиёсий вазият таъсири ва ялпи талабдаги муаммолар сақланиб қолаётганига қарамай давлат инвестицияларининг фаоллашиши ва хусусий истеъмолнинг тикланиб бораётгани фонида иқтисодий ўсиш барқарор шаклланмоқда.

Шу билан бирга, пул-кредит сиёсатини чекловчи тарзда давом этиши ҳисобига инфляцион босим пасайиши кутилаётган бўлса-да, жорий йил якуни бўйича аксарият савдо ҳамкорларда инфляция таргет даражасидан сезиларли юқори бўлиши прогноз қилинган.

Жаҳон озиқ-овқат нархларини ўзида жамловчи **ФАО индекси** йил бошидан барқарор шакланиб келаётган бўлса-да, унинг айрим компонентларида сезиларли ўзгаришлар қайд этилмоқда. Жумладан, гўшт, ёғ ва сут маҳсулотлари нархи йил бошидан ўсувчи тенденцияни намоён этмоқда.

Шу билан бирга, сентябрь ойида ФАО озиқ-овқат индекси сўнгги 2,5 йилдаги энг юқори ўсишни қайд этди (3,1 фоиз). Ушбу ўсиш асосан шакар ва ўсимлик ёғи қимматлашиши ҳисобига юз берди. Бразилияда қурғоқчилик ва ўрмон ёнғинлари шакарқамиш далаларига зарар етказаётган бўлса, ўсимлик ёғи хомашёсининг етиштирувчи мамлакатларда кузатилаётган ноқулай об-ҳаво шароитлари ҳосил йиғишда муаммоларни юзага келтирмоқда (1.1.11-расм).

1.1.11-расм. ФАО индекси,
2014-2016 = 100



1.1.12-расм. Олтин нархи,
АҚШ долл./трой унцияси



Манба: Озиқ-овқат ва қишлоқ хўжалиги ташкилоти.

Олтин нархи жорий йил 9 ойи давомида 29,2 фоизга ўсиб, ўзининг рекорд даражасига етди. Олтинга талаб жаҳондаги геосиёсий кескинликлар, фоиз ставкаларининг пасайиши, марказий банклар томонидан олтин-валюта захираларида олтин улушини кўпайтириш сиёсати натижасида юқори даражада сақланиб қолмоқда (1.1.12-расм).

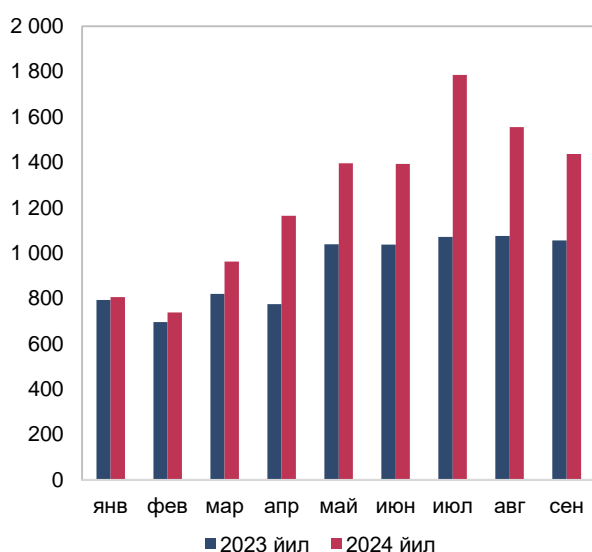
Мис нархи жорий йилнинг III чорагидан Хитой ҳукуматининг иқтисодиётни жадаллаштириш учун янги чораларни қабул қилиши фонида яна ўсишни бошлади. Пахта нархи жаҳонда таклиф юқорилиги ҳисобига пасайишда давом этмоқда.

2024 йилнинг 9 ойида пул ўтказмалари 11,3 млрд. долларни ташкил этиб, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 34,8 фоизга ошди (1.1.13-расм).

Пул ўтказмалари ўсишининг муҳим омиллари сифатида мигрантларни қабул қилувчи мамлакатлардаги нисбатан барқарор валюта курси, иш ҳақининг юқори суръатларда ўсиши, иқтисодий фаоллик ва ишчи кучига бўлган доимий талабни келтириш мумкин.

Ёз ойлари давомида асосий савдо ҳамкорларда инфляциянинг тезлашиши реал самарали алмашув курсини пасайтирган бўлса, сентябрь ойида юқори ички инфляция ва барқарор шаклланган миллий валюта курси ҳисобига реал самарали алмашув курси мустаҳкамлана бошлади.

1.1.13-расм. Пул ўтказмалари динамикаси, млн. АҚШ долл.



1.1.14-расм. Реал ва номинал самарали алмашув курслари динамикаси, фоизда

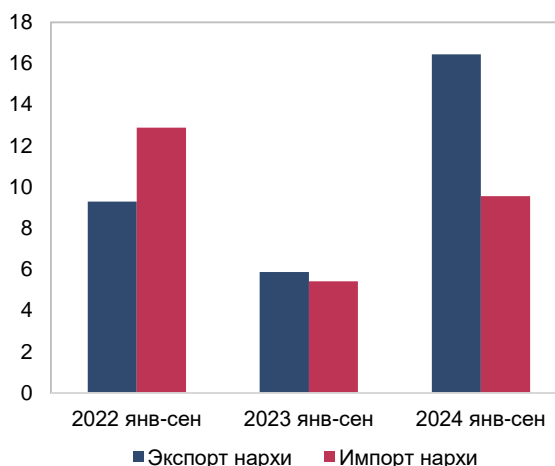


Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

1.1.15-расм. Экспорт ҳажми ўзгариши, фоизда



1.1.16-расм. Экспорт ва импорт нархлари индексининг ўзгариши, фоизда



Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

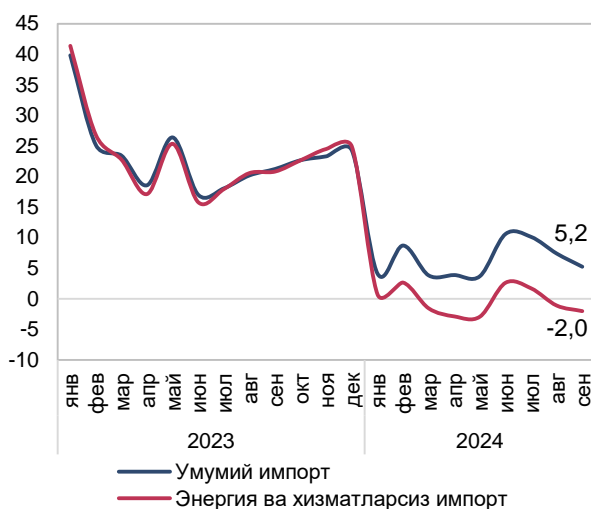
Сўмнинг АҚШ долларига нисбатан алмашув курси жорий йилнинг 9 ойида 3 фоизга қадрсизланди. Алмашув курсининг нисбатан барқарор бўлиши экспорт товарлари нархининг қулай конъюнктураси, пул ўтказмаларидаги юқори ўсиш, шунингдек, давлат ва хусусий сектор томонидан ташқи қарз маблағларининг жалб этилиши билан изоҳланади.

Жорий йилнинг дастлабки 9 ойида олтинсиз экспорт ҳажми 15,5 фоизга ошди (1.1.15-расм). Асосий савдо-ҳамкор мамлакатлардаги иқтисодий ўсиш ва экспорт қилинадиган товарлар нархининг қулай шаклланиши экспорт ўсишининг асосий омилларидан бўлди.

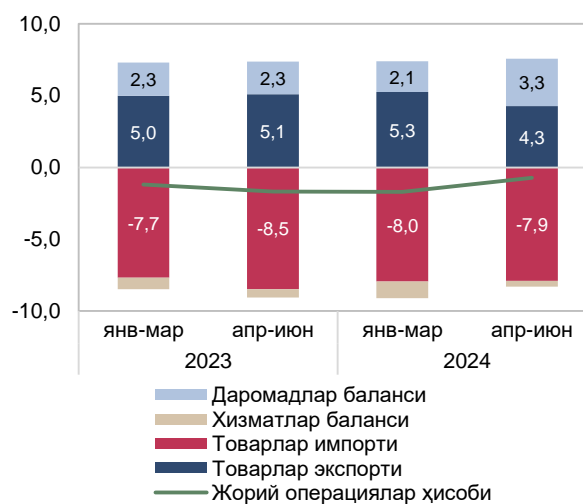
2024 йилда мис ва уран нархларининг юқори шаклланиши жорий йилнинг 9 ойида хомашё экспортининг юқори ўсишига хизмат қилди. Пахта нархининг пасайиши ва қўшни давлатларда текстиль маҳсулотларига бўлган талабнинг қисқариши ушбу гуруҳ экспортининг пасайишига сабаб бўлди (-6,6 фоиз).

Импорт ҳажми ўсиши ўтган йилнинг мос даврига нисбатан сезиларли паст шаклланиб, 5,2 фоизни ташкил этди (2021-2023 йилларда ўртача 22 фоизга ўсган). Энергия ресурсларини (ўтган йилга нисбатан 59 фоизлик ўсиш) ва хизматларни (42 фоиз ўсиш) ҳисобга олмаганда импорт ҳажми 2,0 фоизга қисқарди. Ушбу пасайиш импорт нархларининг барқарорлиги ҳамда 2023 йилги машина ва ускуналарнинг бир марталик йирик импорти ҳисобига шаклланиган юқори база таъсири билан изоҳланади (1.1.17-расм).

1.1.17-расм. Импорт ҳажми ўзгариши, фоизда



1.1.18-расм. Жорий операциялар ҳисоби, млрд. АҚШ долл



Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

2024 йил январь-сентябрь ойлари натижаларига кўра, биринчи ярим йилликда кузатилган инвестицияларнинг юқори суръатларда ўсишига қарамай, ўтган йилги кескин (46 фоиз) ўсишдан сўнг капитал товарлар импорти ўзгаришсиз қолмоқда. Бу ўтган йилларда импорт қилинган асбоб-ускуналар, хусусан, транспорт ускуналарини ўзлаштириш давом этиши билан боғлиқ бўлиши мумкин. Жорий йилги юқори инвестицияларнинг таъсири ҳам келгуси йилларда инвестиция лойиҳаларининг фаолияти бошланишида намоён бўлиши кутилмоқда.

Жорий операциялар ҳисоби тақчиллиги жорий йилнинг биринчи ярмида 2,4 млрд. долл. ни ташкил этиб, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 15 фоизга қисқарди. Бунда, юқори иккиламчи даромадлар эвазига шаклланган ижобий даромадлар баланси асосий омиллардан бўлди.

2023 йилда жорий операциялар ҳисоби тақчиллиги ЯИМга нисбатан 7,7 фоизни ташкил этган бўлса, жорий йилнинг биринчи ярмида тақчиллик 5,4 фоизгача қисқарди. Даромадлар балансининг ижобий шаклланиш тенденцияси ва импорт ўсиш суръати мувозанатлашиши фонида тақчиллик йил якунида ЯИМга нисбатан 6-6,5 фоиз атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда.

1.2. Инфляция динамикаси таҳлили ва уни пасайтиришга қаратилган пул-кредит сиёсати чоралари

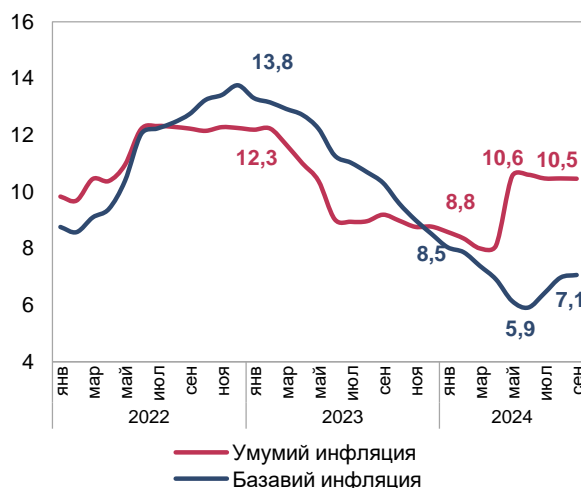
2024 йилнинг январь-сентябрида иқтисодиётдаги инфляцион жараёнлар ўзгарувчан характерга эга бўлди. Бунда, иқтисодиётда нисбатан қатъий пул-кредит шароитлари таъминланиши талаб омилларини тийиб турувчи таъсир кўрсатган бўлса, тақлиф омиллари нархларни оширувчи аҳамият касб этди.

Хусусан, жорий йилнинг дастлабки чорагида йиллик умумий инфляция пасаявчи динамикада шаклланиб, йил бошидаги 8,8 фоиздан март ойида 8 фоизгача пасайди. Бироқ, II чорақда дори воситалари ва тиббий хизматларнинг қўшилган қиймат солиғига тортилиши ҳамда энергия ресурслари нархларининг эркинлаштирилиши ҳисобига инфляция даражаси май ойида йиллик 10,6 фоизгача тезлашди.

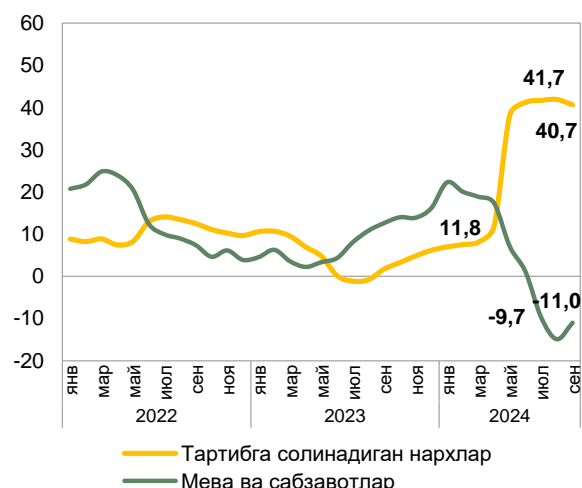
III чорақ давомида инфляция йиллик ҳисобда 10,5 фоиз даражасида ўзгаришсиз сақланиб қолди. Бунда, энергия ресурслари нархлари оширилиши таъсирисиз йиллик инфляция 6,9 фоизга тенг бўлди (1.2.1-расм).

Жорий йилнинг биринчи ярмида базавий инфляция даражасида пасайиш динамикаси кузатилди ва июнь ойида сўнгги йиллардаги энг паст кўрсаткич – йиллик 5,9 фоизни ташкил этди. Бироқ, III чорақ давомида базавий инфляцияда ўсиш кузатилиб, сентябрь ойида 7,1 фоизга етди. Бунда, мавсумийликдан тозаланган жорий базавий инфляция кўрсаткичи 8,8 фоизга тенг бўлди.

1.2.1-расм. Умумий ва базавий инфляция динамикаси, фоизда



1.2.2-расм. Умумий инфляция декомпозицияси, фоиз бандда



Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

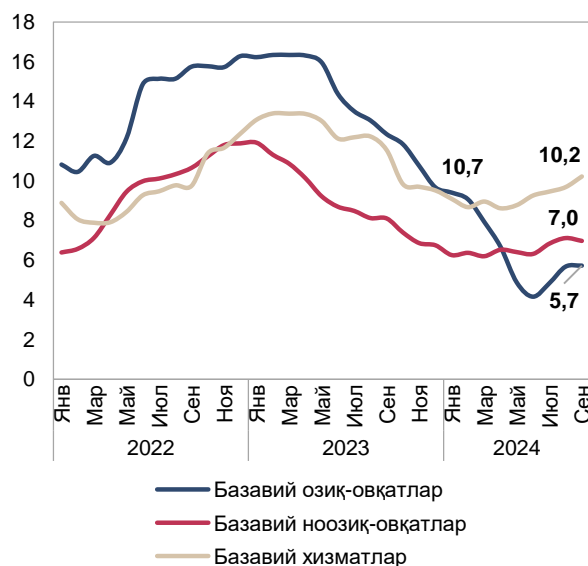
III чорақда базавий инфляция тезлашишига асосан, аввалги чорақдаги таклиф омилларининг (*энергия ресурслари нархи оширилиши ҳамда дори ва тиббиёт хизматларини қўшилган қиймат солиғига тортилиши*) кечиккан иккиламчи таъсирлари ҳамда автомобиль учун ёнилғи маҳсулотлари (*метан ва пропан*) қимматлашишининг бошқа нархларга ўтиши ўз ҳиссасини қўшди.

Шунингдек, асосий товар гуруҳлари кесимида сўнгги уч ойда гўшт таклифи чекланганлиги шароитида унга бўлган талабнинг юқорилигича қолиши ҳамда ўсимлик ёғларининг халқаро бозорлардаги нархларини ошиши озиқ-овқатлар базавий инфляциясига оширувчи таъсирга эга бўлди (1.2.4-расм).

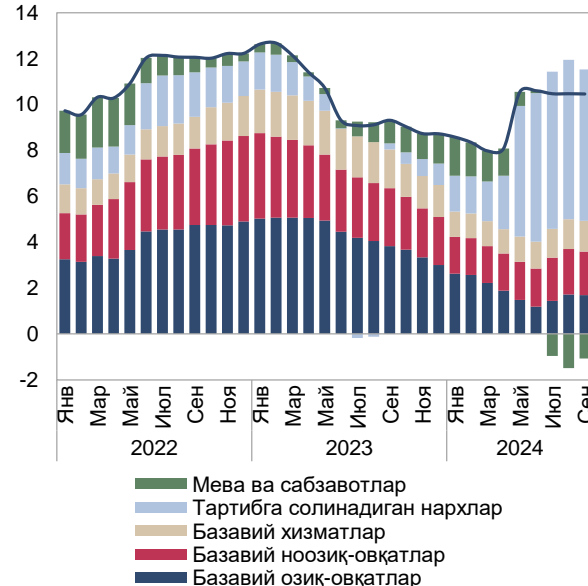
Ноозиқ-овқат маҳсулотлар базавий инфляцияси нисбатан барқарор шаклланиб, сўнгги ойларда бироз ошиши кузатилди ва сентябрда йиллик 7 фоизни ташкил қилди. Ноозиқ-овқат маҳсулотларидан дори воситалари ҳамда қурилиш материалларининг йиллик ўсиш кўрсаткичлари юқори даражада шаклланди. Кийим-кечаклар ва гигиена воситалари нархларини ўзгариши эса инфляцияни пасайтирувчи омиллардан бўлди.

Шу билан бирга, хизматлар базавий инфляцияси май ойидан буён ўсувчи динамикани ҳосил қилиб, сентябрь ойида йиллик ҳисобда 10,1 фоизга тенг бўлди. Бунда, хусусий таълим, турар-жой ва дам олиш хизматлари нархлари оширувчи таъсир кўрсатди.

1.2.3-расм. Умумий ва базавий инфляция динамикаси, фоизда



1.2.4-расм. Умумий инфляция декомпозицияси, фоиз бандда



Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Хизматлар базавий инфляциясининг ўсувчи динамикаси ва жорий юқори даражаси иқтисодиётда инфляцион босимлар таъсири сақланиб қолаётганлигини кўрсатади. Ушбу гуруҳ инфляцияси одатда турғун характерга эга бўлиб, уни пасайтириш пул-кредит шароитларини қатъийлаштириш бўйича янада таъсирчан чоралар кўришни тақозо этади.

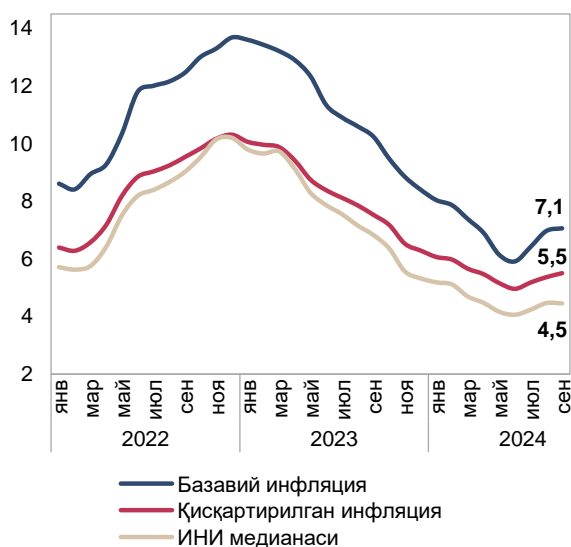
Базавий инфляциянинг муқобил кўрсаткичлари ҳам июль ойдан бошлаб ўсувчи динамикада шаклланди. Хусусан, қисқартирилган инфляция даражаси июнь-сентябрь ойларида 0,5 фоиз бандга ошиб, 5,5 фоиз, ИНИ медианаси эса сентябрда 0,4 фоиз бандга ошиб, 4,5 фоиз доирасида шаклланди (1.2.5-расм).

Аҳоли учун электр энергияси ва табиий газ нархларини эркинлаштирилиши тартибга солинадиган товар ва хизматлар гуруҳи инфляциясини ошишига олиб келди. Бунга қўшимча ёз ойларида автомобиль ёқилғи нархларида ҳам сезиларли ўсиш кузатилди.

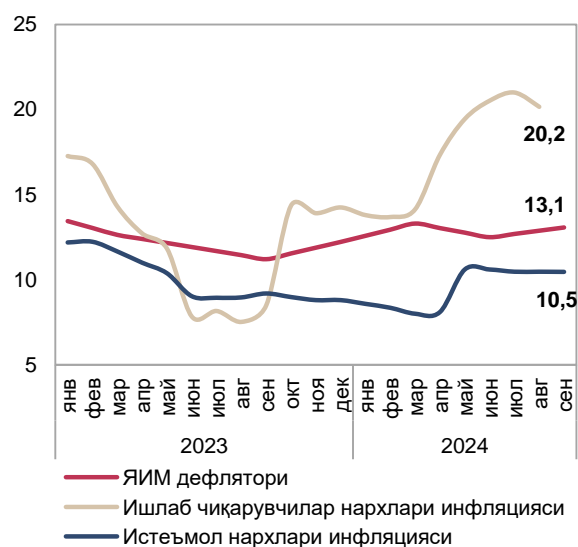
Мева-сабзавотлар гуруҳида жорий йилда юқори ҳосилдорлик ҳисобига йиллик дефляция кузатилди ва умумий инфляцияни пасайтирувчи асосий омиллардан бўлди.

Истеъмол савати таркибида кўп харид қилинадиган 30 та товар ва хизматларнинг инфляция кўрсаткичи август ойида максимумига (18,7 фоиз) етиб, сентябрь ойида бироз пасайиш қайд этди (17,6 фоиз).

1.2.5-расм. Базавий инфляциянинг муқобил кўрсаткичлари ўзгариши динамикаси, фоизда

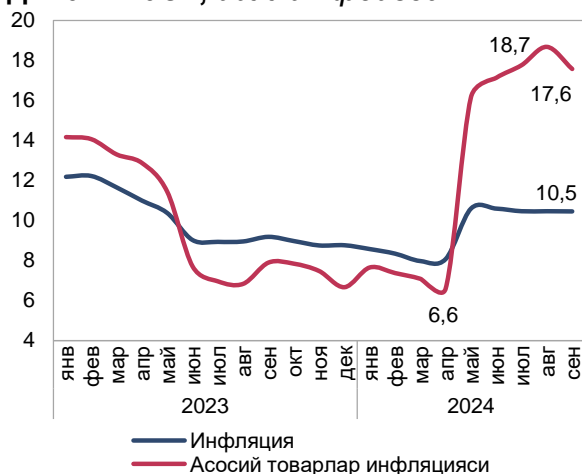


1.2.6-расм. Истеъмол нархлари инфляциясининг муқобил кўрсаткичлари ўзгариши динамикаси, фоизда



Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

1.2.7-расм. ИНИДаги энг юқори вазнга эга бўлган 30 та товар ва хизматлар инфляцияси динамикаси, йиллик фоизда



1.2.8-расм. Аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг келгуси 12 ойлик инфляцион кутилмалари, фоизда



Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Жорий йилнинг III чорагида ЯИМ дефлятори II чоракка нисбатан 0,6 фоиз бандга ошиб, йиллик 13,1 фоизни ташкил этди. ЯИМ дефлятори ошишига асосан саноат, транспорт ва логистика соҳалари нархлари таъсир кўрсатди (1.2.6-расм).

Электр ҳамда газ таъминоти соҳаларида нархлар юқори ошганлиги ишлаб чиқарувчилар нархлари индекси (ИЧНИ) ўсишида намоён бўлиб, сентябрь ойида йиллик 20,4 фоизга етди (январга нисбатан 6,6 фоиз бандга юқори).

Инфляцион кутилмалар динамикаси

2024 йилнинг дастлабки чорагида иқтисодиёт субъектларининг келгуси 12 ойлик инфляцион кутилмаларида пасаяувчи тенденция кузатилиб, март ойида аҳоли кутилмалари 12,8 фоизни, тадбиркорлар кутилмалари эса 12,2 фоизни ташкил этди (1.2.8-расм).

II чорак давомида аҳоли ва тадбиркорларнинг келгусида нархлар бўйича кутилмаларида ўзгарувчан тенденциялар кузатилди. Бунда, энергия ресурсларининг янги тарифлари эълон қилиниши иқтисодий субъектларнинг нархлар бўйича кутилмаларини ошишига сабаб бўлди. Хусусан, апрель ойида аҳоли кутилмалари 14,0 фоизгача, тадбиркорлар кутилмалари эса 13,3 фоизгача тезлашди.

Энергия ресурслари нархлари эркинлашувининг инфляцион кутилмаларга таъсирини босқичма-босқич камайиб бораётганлиги, алмашув курси ва асосий турдаги озиқ-овқат маҳсулотлари нархларининг барқарор даражада шаклланиши таъсирида аҳоли ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмалари пасаяувчи трендга қайтиб, июль ойида мос равишда 12,0 ва 11,2 фоизгача пасайди.

1.2.9-расм. Аҳоли ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмалари омиллари, респондентларнинг улуши, фоизда аҳоли

	2024								
	январ	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сентябр
Валюта курсининг ўзгариши	55	56	61	55	49	41	39	42	50
Ёқилғи ва энергия нархининг қимматлашиши	49	54	50	47	49	47	44	46	47
Коммунал хизматларнинг қимматлашиши	39	39	42	55	57	54	51	49	45
Иш ҳақи ва нафақаларнинг ошиши	32	28	29	23	24	26	22	40	39
Монополия ва нархларнинг сунъий оширилиши	32	30	35	29	30	28	28	27	29
Транспорт харажатларининг ошиши	29	33	29	28	28	28	26	26	28
Асосий озиқ-овқатларнинг қимматлашиши	24	22	26	25	22	21	20	23	25

тадбиркорлар

	2024								
	январ	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сентябр
Валюта курсининг ўзгариши	59	57	61	60	52	42	38	42	51
Коммунал хизматларнинг қимматлашиши	35	37	38	54	55	53	50	47	46
Ёқилғи ва энергия ресурслари қимматлашиши	43	49	44	44	43	41	42	45	44
Иш ҳақи ва нафақаларнинг ошиши	28	26	26	22	21	22	17	38	38
Транспорт харажатлари қимматлашиши	33	35	33	31	33	29	31	31	31
Хомашё нархларининг қимматлашиши	28	28	28	27	26	26	25	26	27
Солиқ юқининг юқорилиги	24	27	25	31	35	31	28	27	27

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

III чорада иқтисодиёт субъектларининг инфляцион кутилмаларида паст даражали ўсувчи тренд кузатилиб, сентябрь ойи якунлари бўйича ўтказилган сўровлар натижаларига кўра, уй хўжаликлари кутилмалари 13,3 фоизни, корхоналар кутилмалари эса 12,6 фоизни ташкил этди.

Аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг келгусида нархлар бўйича кутилмалари шаклланишига, асосан, алмашув курси ўзгариши, ёқилғи-энергия ресурслари ва коммунал хизматлар нархлари ўсиши, иш ҳақи оширилиши ҳамда транспорт харажатларини ошиши каби омиллар таъсир кўрсатган (1.2.9-расм).

Пул-кредит сиёсати чоралари

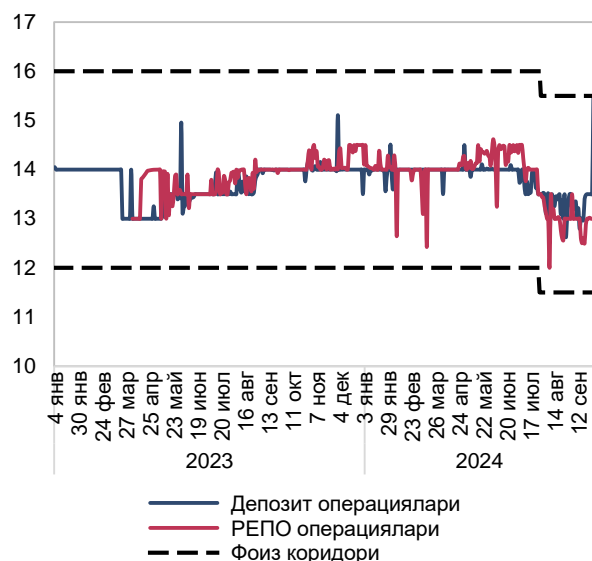
Умумий инфляциянинг 2023 йилда ва 2024 йилнинг дастлабки 4 ойида пасайиб боришига қарамасдан хизматлар инфляциясида 2023 йил ноябрдан бошлаб кузатилаётган ўсувчи динамика ва энергия тарифларининг эркинлаштирилиши бўйича кутилмалар ҳисобига Марказий банк асосий ставкаси узоқ вақт йиллик 14 фоиз даражасида ўзгаришсиз сақлаб қолинди.

Натижада, асосий ставканинг реал даражаси (жорий инфляцияга нисбатан ҳисоблаганда) ошиб борди ва апрелда 5,5 фоизни ташкил этиб, қатъий пул-кредит шароитларини таъминлашга хизмат қилди (1.2.10-расм).

1.2.10-расм. Марказий банк асосий ставкаси, фоизда



1.2.11-расм. Пул бозоридаги бенчмарк фоиз ставкалари, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Энергия тарифлари эркинлаштирилишининг умумий инфляцияга ва аҳолининг инфляцион кутилмаларига таъсири кутилганидан паст бўлганлиги ва инфляциянинг келгуси пасайиши бўйича прогнозлардан келиб чиқиб, июль ойида Марказий банк асосий ставкаси 0,5 фоиз бандга пасайтирилди.

Бироқ, август-сентябрь ойларида айрим озиқ-овқат товарлари ва ёқилғи нархларида кузатилган нисбатан юқори ўсиш ҳисобига умумий инфляция йиллик 10,5 фоиз даражасида ўзгаришсиз сақланиб қолди. Инфляциянинг кутилган пасаювчи тенденциясининг рўй бермаганлиги сўнгги бошқарув йиғилишларида асосий ставканинг ўзгаришсиз сақлаб қолинишига сабаб бўлди. Натижада, асосий ставка реал ҳисобда 3 фоиз атрофида шаклланиб, иқтисодиётда нисбатан қатъий пул-кредит шароитларини таъминлашга хизмат қилмоқда.

Асосий ставка бўйича қабул қилинаётган қарорлар пул бозорига самарали ўтиб, банклараро депозит ва РЕПО операциялари бўйича ўртача фоиз ставкаларининг ҳам ижобий реал даражада шаклланишида кузатилмоқда. Хусусан, Марказий банкнинг операцион мақсади бўлган UZONIA бенчмарк ставкаси жорий йилнинг ўтган даври мобайнида тўлиқ фоиз коридори доирасида асосий ставкага яқин шаклланди. Ўз ўрнида, банклар ўртасида фаол амалга оширилаётган РЕПО амалиётлари бўйича ҳисобланган шартли UZONIA ставкалари ҳам ўхшаш динамикани намоён этмоқда (1.2.11-расм).

Шу ўринда, 2024 йилнинг дастлабки 9 ойида пул бозорида жами 358 трлн. сўмлик ёки ўтган йилнинг мос даврига нисбатан 18,2 фоизга кўп операциялар амалга оширилганлигини ва бунда амалиётларнинг 47 фоизи РЕПО операцияларига тўғри келганлигини таъкидлаш лозим.

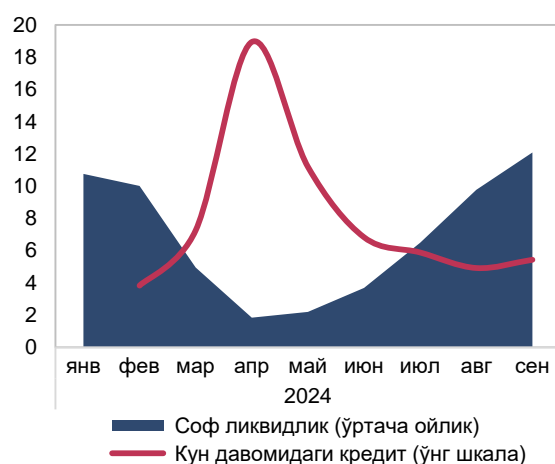
Пул бозоридаги фоиз ставкалари ва амалиётлар ҳажми банк тизими умумий ликвидлигига боғлиқ бўлиб, апрель-май ойларида нейтрал даражага яқинлашган ликвидлик ҳажми сўнгги ойларида ошиб борди ва ойлик ўртача ликвидлик профицити сентябрда 12 трлн. сўмдан ошди (1.2.12-расм).

Банк тизими ликвидлигини самарали бошқариш ва пул бозоридаги фоиз ставкаларини тартибга солиш мақсадида жорий йил бошидан Марказий банкнинг операцион механизмига бир қатор ўзгаришлар киритилди.

Хусусан, тижорат банклари учун ликвидликни бошқаришда кўшимча қулайлик яратиш мақсадида уч босқичли ҳисоб-китоб тизими жорий қилинди. Мазкур тизим тижорат банкларига мижозлар тўловлари бўйича амалиётлар яқунланганидан сўнг 30 дақиқа давомида мавжуд ликвидликни банклараро пул бозорида ўзаро қайта тақсимлаш ва 1 соат давомида Марказий банкнинг овернайт операцияларига мурожаат қилиш имкониятини бермоқда.

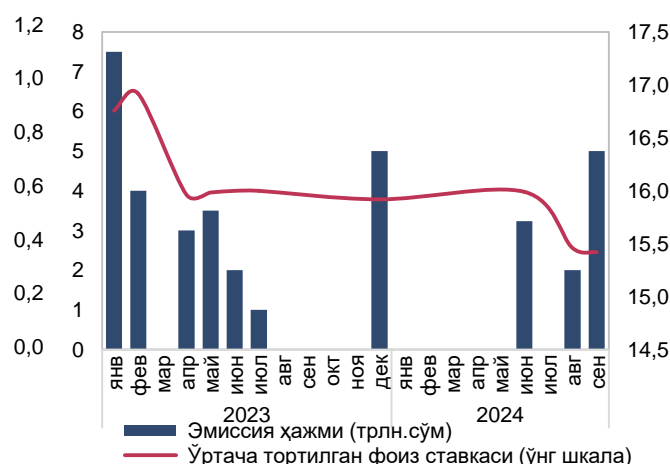
Шунингдек, кутилмаган ликвидлик шокларининг таъсирини юмшатиш ва тўловлар узлуксизлигини таъминлаш мақсадида тижорат банкларига кун давомидаги кредит инструменти орқали фоизсиз ликвидлик тақдим этиш йўлга қўйилди.

1.2.12-расм. Банк тизими соф ликвидлиги ва кун давомидаги кредит инструменти, трлн.сўм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

1.2.13-расм. Марказий банк облигациялари эмиссияси, трлн.сўм



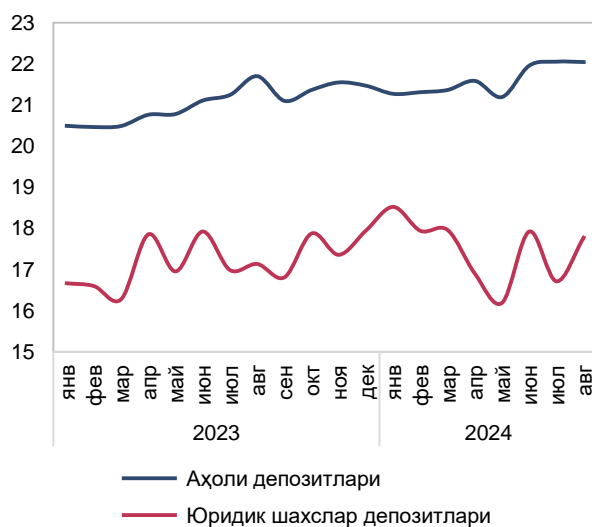
Шу билан бирга, валюта гарови асосидаги кредит операциялари жорий этилди ва Марказий банкнинг ликвидлик тақдим этишга мўлжалланган барча амалиётлари бўйича гаров мулкига нисбатан чегирмалар белгиланди.

Кун давомидаги фоизсиз кредит инструментида тижорат банклари фаол фойдаланмоқда. Кунлик амалиётлар ҳажми банк тизими ликвидлиги динамикасига боғлиқ равишда ўзгариб борди ва сентябрь ойида ўртача 325 млрд. сўмни ташкил этди.

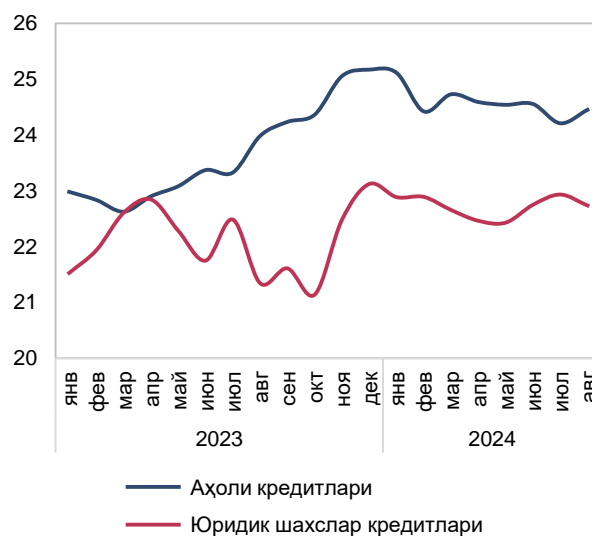
Банк тизими умумий ликвидлигининг нейтрал даражага яқинлашиб бориши ҳисобига жорий йил май ойига қадар Марказий банк облигациялари муомалага чиқарилмаган бўлса, июнь ойдан ликвидликнинг ошиб бориши шароитида эмиссия қилина бошлади. Бунда, облигациялар даромадлиги Марказий банк асосий ставкаси ўзгаришига мос равишда, фоиз коридорининг юқори чегарасига яқин даражада шаклланимоқда (1.2.13-расм).

Пул бозорида шаклланган фоиз ставкаларининг банклардаги депозит ва кредитлар бўйича фоиз ставкаларига ўтиши турлича кўриниш касб этмоқда. Хусусан, аҳолининг сўмдаги муддатли депозитлари бўйича ўртача фоиз ставкалари йил бошидан бироз ошган бўлса, юридик шахсларда юқори тебранувчанликка қарамасдан ўтган йилнинг декабрь ойидаги даражада сақланиб қолмоқда (1.2.14-расм).

1.2.14-расм. Миллий валютадаги муддатли депозитлар фоиз ставкаси, фоизда



1.2.15-расм. Миллий валютадаги кредитлар фоиз ставкаси, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Миллий валютадаги кредитлар бўйича ўртача фоиз ставкалари йил бошига нисбатан маълум даражада пасайиши кузатилиб, кредитларга бўлган талабнинг мувозанатлашиб бораётганлигини ўзида акс эттирмоқда (1.2.15-расм).

Асосий ставка ўзгаришининг банк депозитлари ва кредитлари фоизларига ўтиши маълум бир муддат кечикиш билан келгуси чорақларда намоён бўлиши кутилмоқда.

Сўнгги йилларда кузатилган чакана кредитлардаги юқори ўсиш суръатлари ва иқтисодиёт субъектларининг инфляцион кутилмалари сўмдаги номинал фоиз ставкаларининг бирмунча юқори даражада сақланишига омил бўлмоқда.

Бироқ, аҳолининг кредитларга бўлган талабининг мақбуллашиб бориши ва инфляцион кутилмаларнинг пасайиши ҳисобига келгусида миллий валютадаги кредитлар ва депозитлар бўйича фоиз ставкаларининг пасайиши ҳамда ушбу фоизлар ва асосий ставка ўртасидаги тафовутнинг қисқариб бориши кутилмоқда.

Иқтисодиётда пул-кредит шароитларини акс эттирувчи муқобил кўрсаткичлар матрицаси нисбатан қатъий пул-кредит шароитлари сақланиб қолаётганини кўрсатмоқда (1.2.16-расм).

1.2.16-расм. Пул-кредит шароитларини ифодаловчи кўрсаткичлар

Кўрсаткичлар (Қатъийлик даражаси)	2023												2024								
	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен	окт	ноя	дек	янв	фев	мар	апр	май	июн	июл	авг	сен
Асосий ставка (реал даражада)																					
Пул бозори фоиз ставкаси (реал даражада)																					
РЕПО бозори фоиз ставкаси (реал даражада)																					
Самараги ликвидлик позицияси ўзгариши (йиллик, %)																					
ДҚ ўртача даромадлиги (реал даражада)																					
Аҳоли муддатли депозитлари ўсиши (йиллик, %)																					
Аҳоли кредитлари ўсиши (йиллик, %)																					
Аҳоли инфляцион кутилмалари																					
Тадбиркорлар инфляцион кутилмалари																					
Пул массаси ўсиши (йиллик, %)																					
Реал самараги алмашув курси (сентябрь 2019 = 100)																					

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Бунда, асосий ставканинг юқори сақлаб келинганлиги ва банк тизимида ликвидлик ҳажмининг қисқариб бориши таъсирида жорий йилнинг дастлабки ойларида пул-кредит шароитлари қатъий шаклланди. Умумий инфляция ва ликвидлик профицитининг ошиши таъсирида май ойидан бошлаб шароитлар нисбатан қатъий фазага ўтди.

Кўрсаткичлар кесимида ўрганилганда, реал фоиз ставкалари билан боғлиқ кўрсаткичлар ва инфляцион кутилмалар шароитларнинг нисбатан қатъий шаклланаётганлигини, ликвидлик ҳажми ўзгариши шароитларнинг сўнгги ойларда юмшаганини ҳамда депозит ва кредитлар динамикаси шароитлар мўтадиллашиб бораётганлигини кўрсатмоқда.

Хусусан, юқори реал фоиз ставкалари аҳолининг жамғариш фаоллигини ошириб, сўмдаги муддатли депозитларнинг йиллик 1,6 баробарга кўпайишига хизмат қилаётган бўлса, чакана кредитларга бўлган талабнинг пасайиши аҳолига берилган кредитлар қолдиғи ўсишининг секинлашиб боришида ўз аксини топмоқда.

Ўз навбатида, ташқи иқтисодий шароитлар ва мамлакатга валюта оқими бўйича ижобий тенденциянинг шаклланиши алмашув курсининг нисбатан барқарор бўлишига хизмат қилиб, нисбатан қатъий пул-кредит шароитлари шаклланишига ҳисса қўшмоқда.

Умуман олганда, пул-кредит шароитлари қатъийлик даражасининг сақлаб қолиниши иқтисодиётдаги инфляцион босимларни пасайтиришга ва умумий инфляциянинг йил якуни бўйича прогноз кўрсаткичлари доирасида шаклланишига хизмат қилиши кутилмоқда.

1-ҳавола

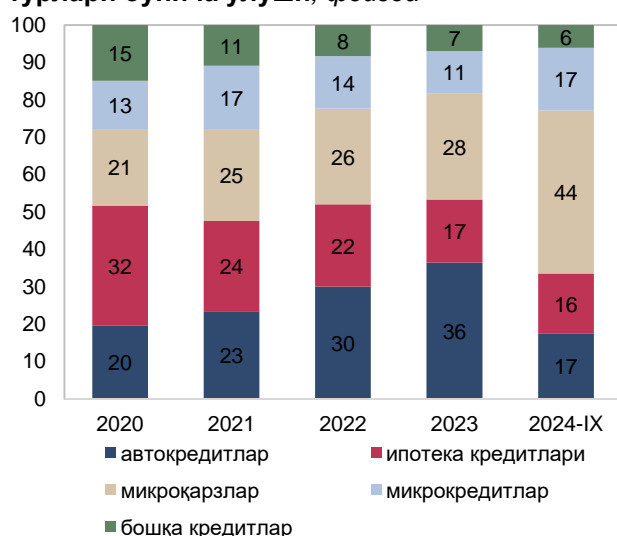
Иқтисодиётга кредит қўйилмаларидаги таркибий ўзгаришлар ва кутилмалар

Сўнгги йилларда иқтисодиётда амалга оширилаётган таркибий ислохотлар, банк хизматларининг оммалашуви ривожланиши ва кредитларга бўлган юқори талаб натижасида иқтисодиётга ажратилган кредитлар ҳажмида юқори ўсиш суръатлари давом этмоқда. Хусусан, 2023 йил якуни бўйича кредитлар қолдиғи 2018 йилга нисбатан 3,7 баробарга ўсиб, ўртача йиллик ўсиш суръати 30,4 фоизни ташкил этди. Кредит қўйилмаларининг ЯИМга нисбатан улуши эса 2017 йилдаги 23 фоиздан бугунги кунда 41 фоизгача ошди.

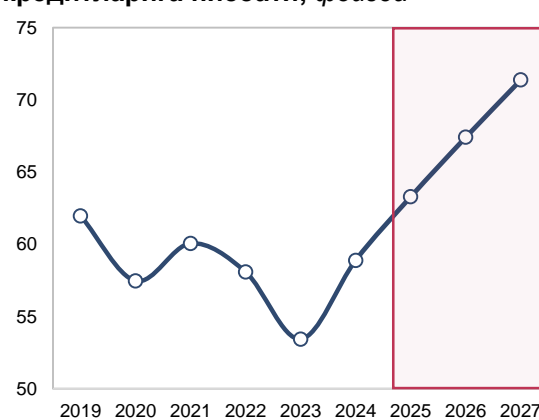
Аҳолига ажратилган кредитлар ҳажми 2019-2023 йилларда ўртача йиллик 48,2 фоизга ошиб, жами кредит қўйилмалари ўсишида муҳим аҳамият касб этди. Аҳоли кредитларининг юқори суръатларда ўсишини аҳолининг йиллар давомида чакана кредитларга нисбатан йиғилиб келган кечиккан талабининг юзага чиқиши билан изоҳлаш мумкин. Бунда, сўнгги йилларда сезиларли фаоллашган хусусий ва рақамли банкларнинг чакана кредитларга бўлган юқори талабни қондиришга қаратилган хизматлар кўламини кенгайтириши ҳам муҳим омиллардан ҳисобланади.

Чакана кредитлар таркибида 2022 йилнинг иккинчи ярмидан автокредитлар ва микроқарзлар ҳажмида юқори ўсиш кузатилди. Хусусан, ушбу икки турдаги кредитларнинг жами ажратилган кредитлардаги улуши 2020 йилдаги 41 фоиздан 2023 йилда 64 фоизгача кўпайди (1-расм).

1-расм. Аҳолига ажратилган кредитлар турлари бўйича улуши, фоизда



2-расм. Аҳоли депозитларининг аҳоли кредитларига нисбати, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Автокредитлар кескин ўсиши хатарларини камайтириш мақсадида қўлланилган макропруденциал чоралар таъсирида 2024 йилнинг дастлабки 9 ойида аҳолига ажратилган кредитларнинг 44 фоизини микроқарзлар ташкил этди. Бунда, аҳолига берилган кредитлар ҳажми ўтган йилнинг мос даври даражасида сақланиб қолмоқда.

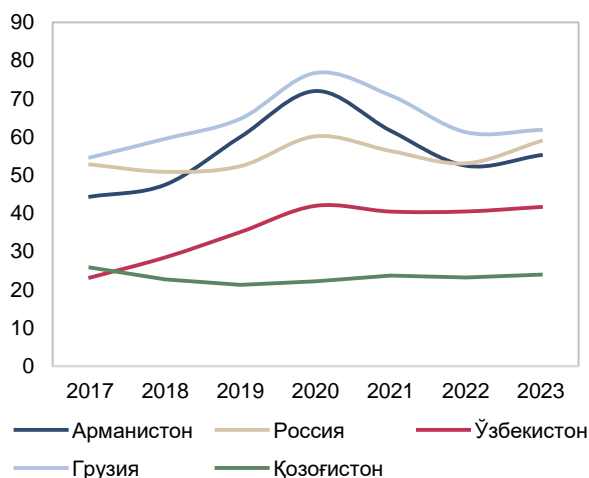
Аҳолига ажратилаётган истеъмол кредитлари ҳажмининг ўсиши ялпи истеъмол талабини қўллаб-қувватлаётган инфляцион омиллардан бири бўлмоқда. Жорий йилда кузатилаётган чакана кредитларнинг мувозанатлашиш тенденциясининг келгуси йилларда ҳам давом этиши инфляцияга монетар омиллар томонидан босимларни пасайтириш имконини беради.

Микроқарзлар кескин ўсиши инфляцион жараёнларни кучайтириб, иқтисодиётда нархлар барқарорлигига салбий таъсир этувчи монетар омиллардан ҳисобланади. Марказий банк, ўз навбатида микроқарзларнинг ўсиш тенденцияларидан келиб чиқиб, инфляцияга эҳтимолий салбий таъсирини олдини олиш мақсадида қўшимча макропруденциал чоралар ва чекловлар киритиши мумкин.

Сўнги йилларда аҳолига ажратилаётган кредитлар билан бир қаторда банк депозитларида ҳам юқори ўсиш суръатлари кузатилди. Бунда, аҳоли сегментида депозитларнинг кредитларга нисбати 2019 йилдаги 62 фоиздан 2023 йилда 53 фоизгача пасайиб бўлса, жорий йилдан ушбу кўрсаткичнинг ўсиши кузатилмоқда. Чакана кредитлар ўсишининг мувозанатлашуви ва жамғаришнинг юқори фаоллиги ҳисобига депозитларнинг кредитларга нисбати жорий йил якунида 59 фоизгача ва ўрта муддатли истиқболда 71 фоизгача ўсиб бориши кутилмоқда (2-расм).

Мазкур нисбат аҳоли қарз юкининг муқобил кўрсаткичи ҳисобланиб, унинг келгуси даврларда кутилаётган пасайиши қарз юкининг маълум даражада камайишини ва аҳолининг молиявий ҳолати нисбатан яхшиланишини билдиради. Бунда, инфляция даражасининг пасайиб бориши ва алмашув курси барқарорлиги шароитида сўмдаги депозитлар бўйича юқори реал фоиз ставкалари банкларга аҳоли жамғармаларини барқарор жалб этишнинг муҳим омилларидан бўлади.

3-расм. Кредитларнинг ЯИМга нисбати, фоизда



4-расм. Ажратилган кредитларнинг ЯИМга нисбати, фоизда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Кредит қўйилмаларининг ЯИМга нисбати 2017 йилга нисбатан 10 фоиз бандга ошишига қарамасдан иқтисодий жиҳатдан ўхшаш бўлган аксарият МДҲ давлатлари кўрсаткичларидан паст бўлмоқда (3-расм).

Мазкур ҳолат келгусида кредит қўйилмалари юқори ўсиши бўйича имкониятнинг мавжудлигини кўрсатади. Бунда, давлат банкларининг хусусийлаштирилиши, янги хусусий, рақамли ва микромолия банкларининг очилиши ҳисобига молиявий хизматларнинг оммалашуви кредитлаш ҳажми ўсишининг муҳим омилларидан бўлиши кутилмоқда.

Кредитлар таркибида аҳоли кредитларининг ЯИМга нисбатида 2019 йилдаги 7 фоиздан 2024 йилда 13 фоизгача ошиши кутилмоқда. Бунда, чакана кредитлар ўсишида кутилаётган мувозанатлашув ҳисобига келгуси йилларда ушбу кўрсаткичнинг ўзгаришсиз сақланиб қолиши прогноз қилинмоқда.

Шу билан бирга, ички жамғаришнинг фаоллашиши билан бирга кредитлар долларлашуви даражасида пасажуви тенденциянинг давом этиши тахмин қилинмоқда. Натижада, хорижий валютадаги кредитларнинг ЯИМга нисбати кўрсаткичи 2020 йилдаги 20 фоиздан 2026 йилда 15 фоизгача пасайиб бориши кутилмоқда (4-расм).

Иқтисодиёт субъектларида миллий валютада жамғариш фаоллигининг сақланиб қолиши банк тизимида сўмда барқарор ресурс базасининг шаклланишига хизмат қилиб, иқтисодиётни ички жамғармалар ҳисобига миллий валютада молиялаштириш имкониятлари кенгайиб боради.

Инфляцион кутилмаларда кузатилаётган узоқ муддатли тенденциялар таҳлили

Инфляцион таргетлаш режимининг асосий тамойиллари сифатида марказий банклар томонидан пул-кредит сиёсати бўйича шаффоф коммуникациянинг амалга оширилиши – аҳоли ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмалари шаклланишига ижобий таъсир кўрсатиб, ўрта ва узоқ муддатли истиқболда кутилмаларнинг самарали жиловланишига хизмат қилади. Иқтисодиёт субъектлари инфляцион кутилмаларининг пасайиши – иқтисодиётдаги инфляцион босимни камайтириб, узоқ муддатли истиқболда макроиқтисодий барқарорликни таъминлашда ижобий таъсир кўрсатади.

Инфляцион таргетлаш режими жорий қилинган ҳамда таргетга эришган иқтисодиётларда аҳоли ва тадбиркорлар инфляцион кутилмаларининг тарқоқлик даражаси паст бўлиб, инфляция таргетга атрофида шаклланади. Аксинча, таргетлаш режими жорий қилинмаган ва инфляция даражаси тез ўзгарувчан иқтисодиётларда кутилмаларнинг тарқоқлик даражаси юқори бўлиб, ушбу ҳолат марказий банкнинг нархлар барқарорлигини таъминлашига бўлган ишончнинг нисбатан пастлиги билан изоҳланади.

Инфляцион таргетлаш режимига самарали ўтиш жараёнида нархлар барқарорлиги таъминланишига бўлган ишончнинг ортиб бориши натижасида кутилмаларнинг таргет доирасида шаклланиши, тарқоқлик даражасининг қисқариши ва вақтинчалик шокларга таъсирчанлигини пасайиши кузатилади.

Шу билан бирга, инфляцион кутилмалар тарқоқлик даражасининг пасайиши ва кутилмаларнинг муайян фоиз оралиғида жамланиши, иқтисодий субъектларда келгуси инфляция бўйича бир-бирига ўхшаш кутилмалар мавжуд эканлигини, иқтисодиётда ноаниқлик даражаси пасайиб бораётганлигини аниқлаш, марказий банклар томонидан самарали пул-кредит сиёсати юритишда муҳим ҳисобланади.

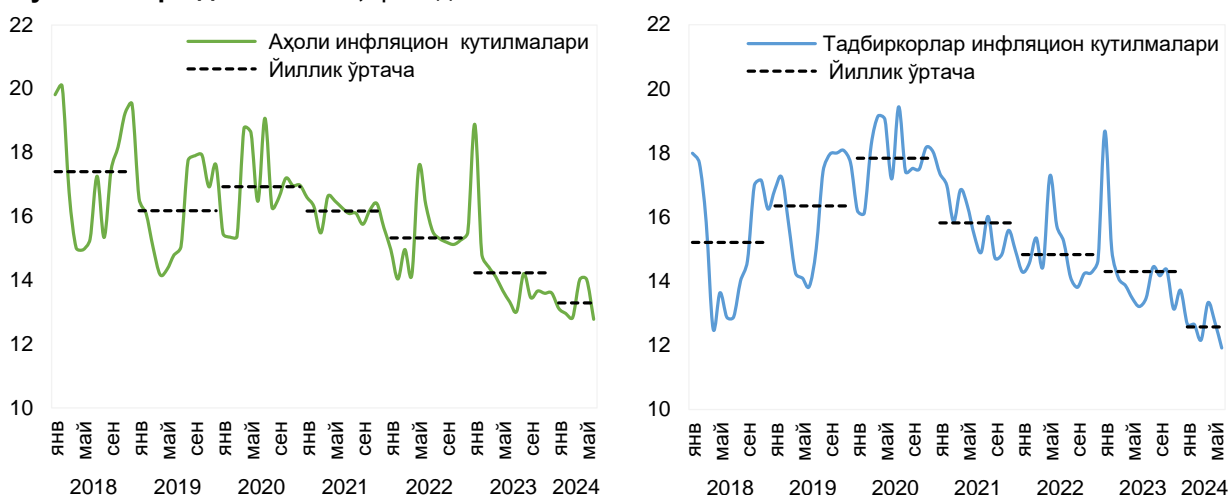
Мамлакатимиз иқтисодий субъектларининг инфляцион кутилмаларида кузатилаётган узоқ муддатли тенденциялар таҳлили қуйидаги учта асосий хулосалар қилишга асос бўлди.

Биринчидан, аҳоли ва тадбиркорлар инфляцион кутилмаларида пасаявчи динамика кузатилмоқда. Буни, асосан, иқтисодиётдаги жорий инфляция даражасининг пасайиши, инфляцион таргетлаш режимининг жорий қилиниши ва олиб борилаётган коммуникация сиёсати билан изоҳлаш мумкин.

Хусусан, 8 фоиздан паст инфляцияни кутаётган иқтисодий субъектлар улуши 2018 йилдаги 22 фоиздан, 2024 йилда 36 фоизгача ошган бўлса, 20 фоиздан юқори инфляцияни кутаётган субъектлар улуши мос равишда, 28 фоиздан 16 фоизгача қисқарган.

Шунингдек, 2018 йилда ўртача йиллик инфляцион кутилмалар аҳолида 17,4 фоизни ва тадбиркорларда 15,2 фоизни ташкил қилган бўлса, 2024 йилнинг биринчи ярмида кутилмалар мос равишда, ўртача 13,3 ва 12,6 фоизгача пасайди (1-расм).

1-расм. 2018-2024 йиллар давомида аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмалари динамикаси, фоизда



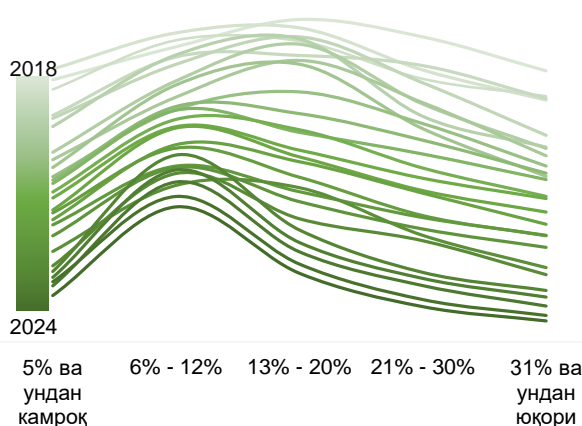
Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Инфляцион кутилмаларнинг пасайиш трендига ўтгани, иқтисодиётда инфляцион жараёнларни секинлашишига хизмат қилиб, келгусида нархлар барқарорлигини таъминлашда муҳим аҳамият касб этади.

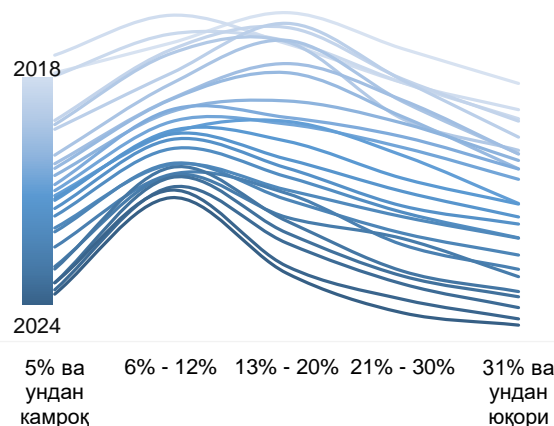
Иккинчидан, инфляцион таргетлаш режими жорий қилинишидан аввалги даврда иқтисодий субъектларнинг нархлар бўйича кутилмаларида юқори тарқоқлик кузатилган. Бу асосан, иқтисодиётда кузатилган юқори инфляция даражаси ва нархлар шаклланиши омилларига бўлган таъсирчанликнинг юқорилиги билан изоҳланиши мумкин.

2020 йилдан инфляцион таргетлаш режимининг жорий этилиши, шаффоф коммуникацион сиёсатни олиб бориш бўйича кўрилаётган чора-тадбирлар натижасида аҳоли ва бизнес субъектлари инфляцион кутилмаларининг тарқоқлик даражаси пасайиб бормоқда.

2-расм. 2018-2024 йиллар оралиғида аҳоли ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмалари бўйича жавоблар тақсимоти



тадбиркорлар

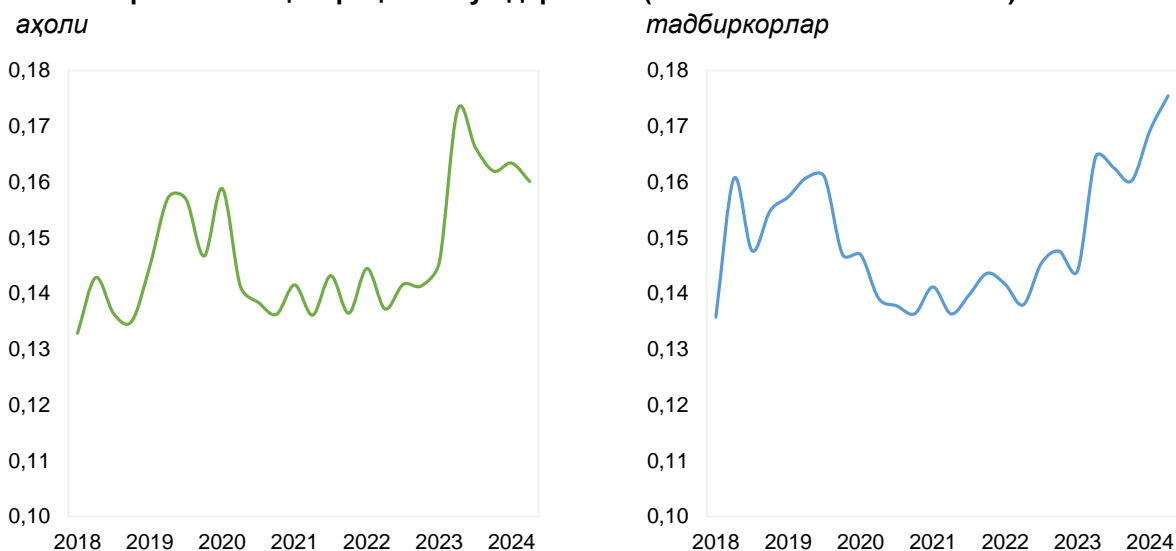


Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Хусусан, нархлар 6-16 фоиз оралиғида ошишини таъкидлаган аҳоли ва тадбиркорларнинг ўртача улуши 2018-2019 йиллардаги 47 фоиздан, 2023-2024 йилларда 59 фоизгача кўпайган (2-расм).

Таҳлил натижаларига кўра, уй хўжаликлари кутилмалари бўйича Herfindahl-Hirschman Index (HHI) индекси⁴ 2018 йилнинг I чорагидаги 0,13 дан 2024 йилнинг II чорагида 0,16 гача ошган бўлса, тадбиркорларда ушбу кўрсаткич 0,14 дан 0,18 гача яхшиланган (3-расм).

3-расм. Инфляцион кутилмалар бўйича сўровларда иштирок этган респондентлар жавобларининг концентрациялашув даражаси (Herfindahl-Hirschman Index)



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

HHI индексининг ошиши аҳоли ва тадбиркорлар инфляцион кутилмаларида тарқоқлик даражасининг қисқариб бораётганлиги билан изоҳланади. Яъни, аҳоли ва тадбиркорларнинг нархлар бўйича кутилмалари миқдорлари ўртача кўрсаткич атрофида жамланиши паст даражадан ҳозирда ўртача даражагача ошган.

Учинчидан, инфляцион кутилмаларнинг мавсумий омилларга бўлган таъсирчанлиги пасайган. Буни, инфляцион кутилмалар ҳамда мавсумий омиллар таъсиридан тозаланган кутилмалар ўртасидаги тафовутнинг қисқариб бораётганлигида кўриш мумкин. Мазкур ҳолат иқтисодий субъектлар кутилмаларининг инфляцион шокларга бўлган таъсирчанлиги босқичма-босқич пасайиб бораётганлигини кўрсатади (4-расм).

Инфляцион кутилмаларда мавсумийлик даражаси ва асосий омилларга (валюта курси ўзгариши, мева ва сабзавотлар, асосий турдаги озиқ-овқат маҳсулотлари, ёқилғи ҳамда энергия ресурслари нархлари ўзгаришига) бўлган таъсирчанлиги пасайган.

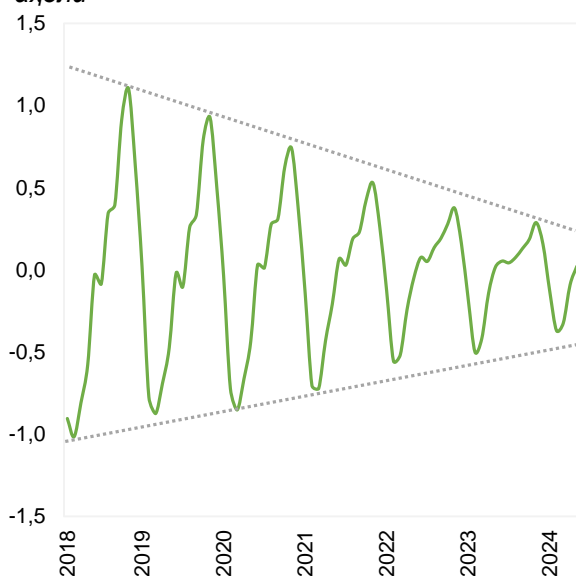
⁴ Herfindahl - Hirschman индекси 0 дан 1 гача оралиқда бўлиб, индекснинг 0 га яқинлашиши, концентрациялашув даражасининг пастлигини англатади, индекснинг 1 га яқинлашиши, концентрациялашув даражасининг юқорилигини билдиради. Шунингдек, агар ушбу индекс 0 дан 0,15 гача - паст, 0,15 дан 0,25 гача - ўртача, 0,25 дан юқори бўлса сезиларли концентрациялашув даражаси борлигини англатади.

Хусусан, 2018 йил сентябрь-октябрь ойларида валюта курсининг ойлик ўртача 2,6 фоизга қадрсизланиши, аҳоли ва тадбиркорларнинг инфляцион кутилмаларини 2,4 фоиз бандга оширган бўлса, 2023 йилнинг август ойида алмашув курсининг 4,2 фоизга қадрсизланиши уй хўжаликлари инфляцион кутилмаларини 1,2 ф.б.га, корхоналар кутилмаларини 1,0 ф.б.га тезлашишига сабаб бўлган.

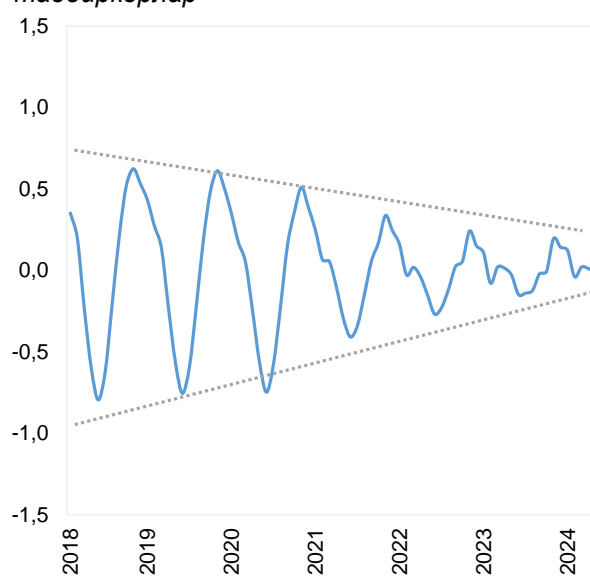
Шунингдек, иқтисодий субъектлар молиявий саводхонлигининг яхшиланиб бораётганлиги ҳам кутилмаларнинг мавсумий омилларга бўлган таъсирчанлигининг пасайиб боришига ижобий таъсир кўрсатади.

4-расм. Инфляцион кутилмалар ва мавсумий омиллар таъсиридан тозаланган кутилмалар ўртасидаги тафовут, фоизда

аҳоли



тадбиркорлар



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Хулоса ўрнида, айрим тебранишларга қарамасдан, узоқ муддатли даврда инфляцион кутилмаларда пасаяувчи динамика кузатилмоқда. Келгуси йилларда инфляциянинг 5 фоизлик таргет даражасига қадар пасайиб бориши Марказий банкнинг пул-кредит сиёсатига бўлган ишончни ошириб, инфляцион кутилмаларнинг янада пасайишига ва мос равишда тарқоқлик даражасининг қисқаришига хизмат қилади. Инфляцион кутилмаларнинг таргет даражаси атрофида жилowlаниши иқтисодиётда инфляцион босимларнинг сезиларли пасайишига олиб келади.

Инфляциянинг турли кўрсаткичлари: тез ва секин мослашувчан нархлар мисолида

Иқтисодиётда нархлар, уларнинг хусусиятларидан келиб чиққан ҳолда, турлича ўзгарувчанлик даражасига эга. Баъзи нархлар ўзгарувчан бозор шароитларига секинроқ мослашса, бошқалари ўзгаришларга тезроқ мослашади. Секин мослашувчан нархлар одатда келгусидаги инфляцион кутилмаларни ҳисобга олган ҳолда шаклланади.

Ўз навбатида, секин мослашувчан нархларни ҳам икки гуруҳга: маъмурий тартибга солинадиган ҳамда етарли таклиф ва юқори рақобат ҳисобига барқарор шаклландиган нархларга ажратиш мумкин.

Одатда секин мослашувчан нархлар маълум муддат давомида ўзгаришсиз сақланиши мумкин. Нарх белгиловчи бозор иштирокчилари уларни тез-тез ўзгартириш сезиларли харажатларни келтириб чиқаришини билган ҳолда узоқ муддатли даврда инфляция даражаси қандай бўлишини инobatга олишга интилади. Тез мослашувчан нархлар эса аксинча қисқа муддатли иқтисодий шокларга таъсирчанлиги юқори бўлади ва иқтисодиётдаги жорий ҳолатларни кўпроқ ўзида акс эттиради.

Иқтисодиётдаги аксарият нархларнинг тез мослашувчан бўлиши инфляциянинг қисқа муддатли шокларга таъсирчанлиги ва инфляцион муҳит бўйича ноаниқликлар юқорилигини англатади. Бу ўз навбатида, инфляцион кутилмаларнинг юқори шаклланиши ва уларни жиловлашда қийинчиликларни юзага келтириши мумкин.

Аксинча, иқтисодиётда секин мослашувчан нархлар улушининг юқори бўлиши нархларнинг узоқроқ вақт барқарор сақланишини, қисқа муддатли шоклар таъсирида ҳам кескин ўзгаришлар юз бермаслигини ва аҳоли инфляцион кутилмаларининг жиловланганлик даражасини кўрсатади.

Пул-кредит сиёсатини юритишда иқтисодиётга таъсири жиҳатидан секин мослашувчан нархлар тез мослашувчан нархларга нисбатан аҳамиятлироқ ҳисобланади. Улар бозор иштирокчиларининг инфляцион кутилмалари ва иқтисодиётга кенг миқёсли таъсир қилиши мумкин бўлган потенциал ўзгаришлар ҳақидаги белгиларни ўзида акс эттиради.

Марказий банклар инфляцияни жиловлаш вазифасини ўрта муддатли инфляцияни таргет даражасида ушлаб туриш орқали амалга оширади ва таҳлилларда асосий эътиборни ўрта муддатли истиқболда инфляция даражасининг қандай шаклланишига қаратади.

Бунда, умумий инфляциядан озиқ-овқат, энергия ва тартибга солинадиган нархларни истисно қиладиган базавий инфляция кўрсаткичидан фойдаланилади. Бироқ ушбу кўрсаткич ҳам мавсумий ва ташқи омиллар ўзгаришларига таъсири юқори бўлган бошқа товар ва хизматларни ўз ичига олади. Шу сабабли, муқобил ёндашув сифатида тез ва секин мослашувчан нархлар учун алоҳида инфляция кўрсаткичларини ҳисоблаб ўрганиб бориш пул-кредит сиёсати чораларини самаралироқ амалга ошириш имконини беради.

Хорижий тажрибада АҚШ, Арманистон ва Грузия сингари давлатлар нархлари тез ва секин мослашувчан товар ва хизматларни алоҳида ўрганиш усулидан фойдаланишади. Ҳисоб-китобларга кўра, АҚШ истеъмол саватида 30 фоиз салмоқ вазнга эга товар ва хизматлар тез мослашувчан нархлар сифатида таснифланса, қолган 70 фоизи секин мослашувчан нархлар гуруҳини ташкил қилади⁵. Арманистонда 74 фоиз товар ва хизматлар нархлари⁶, Грузияда эса 30 фоиз товар ва хизматлар нархлари⁷ секин мослашувчан гуруҳга киритилган.

Ушбу турдаги таҳлилни Ўзбекистон мисолида амалга ошириш учун истеъмол нархлари индексининг таркибий қисмларидан иккита субиндексни ҳисоблаш усулидан фойдаланилди: тез мослашувчан нархлар ўзгариши индекси ва секин мослашувчан нархлар ўзгариши индекси.

Нархларни таснифлашда иқтисодчилар Марк Билс ва Питер Кленоу методологиясига⁸ таянилди. Улар АҚШ истеъмол нархлари индекси таркибидаги 350 турдаги товар ва хизматлар нархлари ўзгариши тезлигини таҳлил қилишган. Уларнинг тадқиқотлари АҚШда нархлар ўртача ҳар 4,3 ойда камида бир марта ўзгарганини кўрсатади.

Ушбу мезондан фойдаланиб, Ўзбекистон истеъмол саватининг 510 та товар ва хизматлари нархлари 2020 йил январидан 2024 йил августигача бўлган даврдаги ўзгариши тезлигига асосан тез ва секин мослашувчан нархлар гуруҳларига ажратилиб таҳлил қилинди (1-жадвал).

1-жадвал. Асосий товар ва хизматлар гуруҳларининг нарх мослашиши ўртача давомийлиги, 2020-2024 йиллар

Номланиши	Тартибга солинадиган нархлар билан		Тартибга солинадиган нархларсиз	
	Истеъмол саватидаги вазни (фоизда)	Нарх мослашиши ўртача давомийлиги (ойларда)	Истеъмол саватидаги вазни (фоизда)	Нарх мослашиши ўртача давомийлиги (ойларда)
Умумий товар ва хизматлар	100	4,06	100	1,26
Озиқ-овқат маҳсулотлари	44,0	1,03	51,6	1,02
Ноозиқ-овқат маҳсулотлари	32,7	2,44	32,6	1,05
Хизматлар	23,2	12,09	15,7	2,49
Асосий гуруҳлар				
Сабзавотлар	4,7	1,00	5,6	1,00
Дори ва тиббиёт воситалари	3,4	1,01	4,1	1,01
Қурилиш материаллари	3,5	1,01	4,1	1,01
Дон, ун ва нон маҳсулотлари	8,8	1,05	9,7	1,02
Транспорт хизматлари	3,9	1,84	3,9	1,19
Таълим хизматлари	3,3	10,79	1,7	2,26
Ахборот ва коммуникация хизматлари	2,3	21,51	2,0	10,05
Коммунал хизматлар	6,4	27,04	0,0	0,00
Тез мослашувчан нархлар	88,2	1,10	93,8	1,04
Секин мослашувчан нархлар	11,8	26,25	6,2	8,97

Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

⁵ <https://www.atlantafed.org/research/inflationproject/stickyprice>.

⁶ https://www.cba.am/EN/panalyticalmaterialsresearches/Sticky_Facts_for_Armenian_Consumer_Prices.

⁷ <https://nbg.gov.ge/fm/wp/2024/wp-01-2024.pdf?v=41cc7>.

⁸ "Some Evidence in the Importance of Sticky Prices" - Mark Bils, Peter J.Klenow, 2004.

Таҳлил натижаларига кўра, Ўзбекистонда истеъмол товарлари нархлари ўртача 4,06 ойда камида бир марта ўзгариб туради. Бу кўрсаткич нисбатан секин ҳисобланиб, бир қарашда Ўзбекистондаги нархлар барқарор ва нарх ўзгаришлари тез-тез содир бўлмайди деган хулосани бериши мумкин.

Лекин истеъмол савати таркибида нархлари маъмурий тарзда тартибга солинадиган товар ва хизматлар мавжудлиги ва уларнинг йиллар давомида ўзгаришсиз қолиши нархлар мослашувчанлиги давомийлигининг сунъий равишда юқори бўлишига олиб келган. Тартибга солинадиган нархлар иқтисодий шарт-шароитлар, талаб ва таклиф омиллари асосида шаклланмаслиги ҳисоб-китобларда уларни инобатга олмасликни тақозо қилади.

Шу сабабдан умумий товар ва хизматлар ҳамда таркибий гуруҳларнинг нарх мослашиши ўртача давомийлиги тартибга солинадиган нархлар ҳисобга олинмаган ҳолда қайта ҳисоб-китоб қилинганда натижалар Ўзбекистонда нархлар ўртача ҳар 1,26 ойда бир марта ўзгаришини кўрсатди.

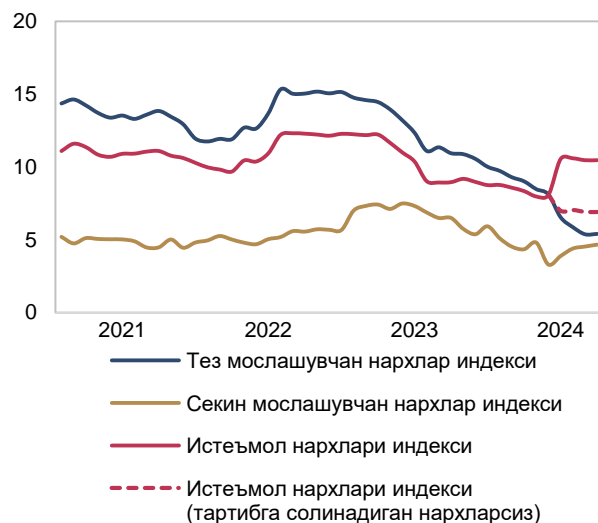
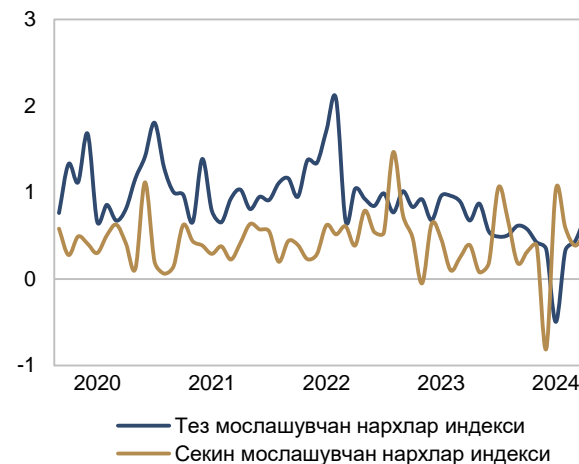
Нархлари ушбу ўртача кўрсаткичдан секинроқ ўзгариб турадиган товарлар секин мослашувчан деб таснифланди ва уларнинг истеъмол саватидаги салмоқ вазни 6,2 фоизни, нарх мослашиши ўртача давомийлиги эса 8,97 ойни ташкил этди. Аксинча, нархлари ўртача кўрсаткичдан тезроқ ўзгариб турадиган маҳсулотлар саватнинг 93,8 фоизини ташкил этиб, тез мослашувчан деб таснифланди ҳамда уларнинг нарх мослашиши ўртача давомийлиги 1,04 ойга тенг бўлди. Бу кўрсаткичлар Ўзбекистондаги истеъмол товарлари нархлари бошқа мамлакатларга нисбатан сезиларли даражада тезроқ мослашувчанлигини ва қисқа муддатли шокларга таъсирчанлиги юқорилигини билдиради.

Таркибий гуруҳлардан озиқ-овқат ва ноозиқ-овқат маҳсулотлари нарх ўзгаришларининг юқори частотаси қайд этилди ва нархлар ўзгаришининг ўртача давомийлиги мос равишда 1,02 ва 1,05 ойни ташкил этди. Хизматлар нархлари нисбатан секин мослашувчан бўлиб нархлар ўзгаришининг ўртача давомийлиги 2,5 ойни ташкил этди.

Ўзбекистонда секин мослашувчан нархлар индекси асосан, хизматлар, жумладан, ҳуқуқий хизматлар, ахборот ва коммуникация хизматлари, хусусий таълим хизматларидан ташкил топган. Тез мослашувчан нархлар индекси таркибидан эса мева ва сабзавотлар, дори воситалари, қурилиш материаллари, кийим-кечаклар, маиший товарлар ва хизматлар ўрин олган.

Август ойи ҳолатига тез мослашувчан нархлар йиллик инфляцияси 5,4 фоизни ташкил этган бўлса, секин мослашувчан нархлар инфляцияси 4,7 фоизга тенг бўлди (1-расм).

Тез мослашувчан нархлар инфляцияси йиллик динамикада истеъмол саватидаги вазни юқорилиги ҳисобига умумий инфляция даражасига яқинроқ шаклланган. Секин мослашувчан нархлар индекси эса сезиларли фарқ билан пастроқ шаклланган.

1-расм. Тез ва секин мослашувчан нархлар инфляцияси динамикаси, йиллик фойзда**2-расм. Тез ва секин мослашувчан нархлар инфляцияси динамикаси, мавсумий тозаланган, ойлик фойзда**

Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

2024 йилнинг май ойидан истеъмол нархлари индекси энергия ресурслари нархлари ошиши ҳисобига юқори шаклланиб, бу тенденция секин мослашувчан нархларда ҳам қисман акс этмоқда. Тез мослашувчан нархлар индексида эса аксинча давомли пасаяувчи динамика кузатилмоқда.

Мавсумийликдан тозаланган ойлик инфляция кўрсаткичларида нисбатан ўхшаш тенденциялар кузатилиб, ҳар иккала нархлар индексида ҳам тебранувчанлик даражаси юқори эканлиги кўзга ташланади (2-расм).

Шунингдек, тез мослашувчан нархларда мавсумийлик омили секин мослашувчан нархларга нисбатан кучлироқ эканлиги намоён бўлди (0,60 ва 0,27).

Умуман олганда, истеъмол нархларининг асосий қисми тез мослашувчанлиги, секин мослашувчан нархларнинг истеъмол саватидаги улуши камлиги мамлакатимиз иқтисодиётида инфляцион босим юқорилиги, инфляцион кутилмаларнинг яхши жиловланмагани ва нархлар жорий иқтисодий ўзгаришларга нисбатан юқори таъсирчанлигидан далолат беради.

Истеъмол нархлари таркибида секин мослашувчан нархлар улушининг ортиши ва уларнинг мослашувчанлик даврининг узайиши пул-кредит сиёсатининг самарадорлигини оширади. Нархлар мослашувчанлигини барқарорлаштириш очиқ ва шаффоф коммуникация сиёсати орқали иқтисодий агентларнинг Марказий банк пул-кредит сиёсатига бўлган ишончини ошириш ва шу орқали инфляцион кутилмаларни жиловлашни тақозо этади.

Нархларнинг жорий иқтисодий ўзгаришларга кескин таъсирини юмшатишда иқтисодиётда барқарор таклиф, эркин ташқи савдо, кучли рақобат муҳити каби фундаментал макроиқтисодий омиллар ҳам муҳим аҳамият касб этади.

II. 2025-2027 ЙИЛЛАРДА МАКРОИҚТИСОДИЙ РИВОЖЛАНИШ СЦЕНАРИЙЛАРИ ВА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ

Пул-кредит сиёсатининг 2025-2027 йилларга мўлжалланган асосий йўналишлари жорий ташқи ва ички шароитларнинг ўрта муддатли истиқболдаги ривожланиши, мавжуд ноаниқликлар ва хатарларнинг юзага чиқиши ҳамда уларнинг инфляцияга эҳтимолий таъсирларидан келиб чиқиб макроиқтисодий ривожланишнинг **асосий** ва **муқобил сценарийлари** асосида ишлаб чиқилди.

Шу билан бирга, эҳтимоли доим мавжуд бўлган ички инфляцион хатарларнинг кучайишига асосланган **хатарли сценарий** ҳам кўриб чиқилди.

Макроиқтисодий ривожланишнинг сценарийлари



Асосий сценарий ички ва ташқи шароитлар жорий суръатларда ривожланишда давом этиши, хусусан глобал инфляция пасайиб бориши, жаҳонда ижобий иқтисодий ўсиш суръатлари ва хомашё нархларининг нисбатан юқори даражада сақланиб қолиши, ички талабнинг ошиб бориши ҳамда ёқилғи-энергия тизимидаги ислохотларнинг давом эттирилиши шартлари асосида ишлаб чиқилди.

Муқобил сценарий эса жорий ички шароитларнинг сақланиб қолиши ва ташқи хатарларнинг ортиши, жумладан глобал инфляция узокроқ муддат юқори даражаларда шаклланиши, айрим йирик иқтисодиётларда иқтисодий фаоллик пасайиши ва жаҳон иқтисодиёти фрагментацияси кучайиши бўйича хатарларнинг ички иқтисодиётга салбий таъсирларини инобатга олган ҳолда тайёрланди.

Хатарли сценарийда асосан ички инфляцион хатарларнинг юзага келиши кучайган шароитларда инфляцион жараёнларнинг шаклланиши ва бунда пул-кредит сиёсатининг жавоб чоралари қандай бўлиши таҳлил қилинди.

Макроиқтисодий ривожланишнинг мазкур сценарийларида ва бошқа ҳар қандай сценарий шароитида ҳам пул-кредит сиёсати инфляцияни 5 фоизлик таргети даражасигача пасайтиришга қаратилади. Пул-кредит сиёсати соҳасидаги қарорлар ва чоралар Ўзбекистон иқтисодиётининг ҳолати, инфляция динамикаси ва асосий макроиқтисодий кўрсаткичлар прогнози асосида қабул қилинади.

Макроиқтисодий ўсишга таъсир этувчи омиллар ва каналлар

Ташқи иқтисодий шароитлар		
	Асосий сценарий	Муқобил сценарий
Глобал инфляция ва молиявий шароитлар	<ul style="list-style-type: none"> • Глобал инфляция пасайишда давом этади; • Энергия нархлари ва меҳнат бозори нисбатан барқарорлашади; • Аксарият давлатлар 2025 йил охирида инфляция таргети даражасига эришади; • Фоиз ставкаларини пасайтириш цикли давом этади; • 2026-2027 йилларда фоиз ставкалари нейтрал даражада шаклланади. 	<ul style="list-style-type: none"> • Хизматлар соҳасида инфляция даражаси кутилганидан секин пасаяди; • Меҳнат бозорида иш ҳақининг юқори даражадаги ўсиш суръатлари сақланиб қолади; • Жаҳон иқтисодиётининг фрагментациялашуви кучайиб, халқаро ишлаб чиқариш ва етказиб бериш занжирларидаги узилишлар давом этади; • Натижада, глобал инфляция пасайиши секинлашади ва глобал молиявий шароитлар узоқроқ муддат қатъий даражада ушлаб турилади. Ташқи ресурс нархи қимматлигича сақланиб қолади.
Жаҳон иқтисодиёти фаоллиги	<ul style="list-style-type: none"> • Жаҳонда ижобий иқтисодий ўсиш суръатлари сақланиб қолади; • Хитой ва Европада ўсиш суръатлари пастроқ бўлиши кутилмоқда. 	<ul style="list-style-type: none"> • Хитойда иқтисодий ўсиш суръатларининг пасайиши таъсирида келгуси йилларда глобал ялпи талабнинг қисқариши кузатилади; • Қатъий молиявий шароитлар иқтисодий ўсишга салбий таъсир кўрсатади.
Асосий савдо ҳамкорлар	<ul style="list-style-type: none"> • Асосий савдо ҳамкорларда иқтисодий фаоллик санкциялар таъсири кучайиши билан пасайиб боради; • Иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватловчи фискал рағбатлантиришлар кучаяди. 	<ul style="list-style-type: none"> • Санкциялар таъсирининг давом этиши ва трансчегаравий ҳисоб-китоблар билан боғлиқ муаммолар таъсирида рубль сезиларли қадрсизланади; • Асосий савдо ҳамкорларда инфляция тезлашади ва иқтисодий ўсиш асосий сценарийга нисбатан паст бўлади.
Ташқи савдо ва пул ўтказмалари	<ul style="list-style-type: none"> • Барқарор ташқи талаб ҳисобига экспорт ҳажми ўсиб боради; • Пул ўтказмалари йиллик ўртача 10-15 фоизга ошиб боради; • Импортда ҳам экспортдан биров пастроқ ўсиш суръатлари сақланиб қолади. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ташқи талаб экспорт ҳажмига салбий таъсир кўрсатади; • Савдо-ҳамкорларнинг валюталари эҳтимолий қадрсизланиши ҳисобига пул ўтказмалари камаяди; • Санцион хатарларнинг кучайиши ўзаро ҳисоб-китоблар ва етказиб беришдаги кечикишлар орқали ташқи савдо ва пул ўтказмаларига салбий таъсир кўрсатади.

<p>Жаҳон хомашё нархлари</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Олтин нархи ўрта муддатда кескин ўзгаришларсиз нисбатан юқори даражада шаклланади; • Нефть нархи жорий даражада сақланиб қолади; • Жаҳоннинг яшил энергияга ўтишида мисга бўлган талабни юқори бўлиши ҳисобига мис нархидаги барқарорлик сақланади. 	<ul style="list-style-type: none"> • Жаҳон бозорида рангли металллар ва текстиль маҳсулотлари нархида пасайиш кузатилиши мумкин; • Глобал иқтисодий ўсишнинг пасайиши нефть нархида пасайтирувчи, Яқин Шарқдаги можароли вазият эса оширувчи таъсир кўрсатиши кутилмоқда.
-------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Ички иқтисодий шароитлар

	<p>Асосий сценарий</p>	<p>Муқобил сценарий</p>
<p>Шахсий истеъмол талаби</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 2025-2027 йилларда пул ўтказмалари ҳажми ўсиб боради; • Бюджет ташкилотларида иш ҳақлари инфляция даражасида индексация қилиб борилади; • Аҳолига ажратиладиган кредитлар ўсиши суръати мувозанатлашади. 	<ul style="list-style-type: none"> • Пул ўтказмалари ҳажмининг камайиши ҳисобига аҳоли даромадлари ўсиши секинлашади; • Ички молиялаштириш манбалари (иш ҳақи ва кредитлар) истеъмолни қўллаб-қувватловчи асосий омиллардан бўлади.
<p>Хусусий инвестиция ва кредитлар</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Хусусийлаштириш жараёнларининг фаол амалга оширилиши ҳисобига хусусий инвестициялар ошишда давом этади; • Ташқи молиявий шароитларнинг юмшаши хорижий инвестициялар оқимига ҳам ижобий таъсир кўрсатади; • Иқтисодиётга кредит қўйилмалари ўсишда давом этади. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ташқи молиявий шароитларнинг узокроқ қатъий даражада сақланиб қолиши хорижий инвестициялар оқимининг камайишига олиб келиши мумкин. • Ички инвестициялар ва кредитлар ўсиши асосий сценарий кўрсаткичларига яқин шаклланади.
<p>Фискал сиёсат</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Давлат истеъмол харажатлари ўсишда давом этади. • Умумий фискал тақчиллик 2025-2027 йилларда 3 фоиз атрофида шаклланади. 	<ul style="list-style-type: none"> • Жаҳон хомашё нархлари пасайиши бюджет даромадлари қисқаришига олиб келади; • Фискал тақчиллик 2025-2027 йилларда белгиланган прогноз кўрсаткичларидан юқорироқ шаклланиши мумкин; • Натижада, давлат қарзининг ошиб бориши кузатилади.
<p>Таклиф омиллари</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Иқтисодиётдаги энергия манбаларига бўлган талаб таклифдан юқорилигича сақланиб қолади; • 2025 йилнинг апрель ойидан табиий газ ва электр энергияси нархи ошади (ЎР ВМнинг 2024 йил 16 апрелдаги 204-сонли қарори). 	<ul style="list-style-type: none"> • Иқтисодиётдаги энергия манбаларига бўлган талаб таклифдан юқорилигича сақланиб қолади.

2.1. Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийси ва пул-кредит сиёсати

Ташқи иқтисодий шароитлар

Жаҳон иқтисодиёти. Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийсида жаҳонда глобал инфляциянинг жорий пасайиш тенденцияси давом этиши ва 2025 йилда аксарият давлатлар ўзининг инфляция таргетига эришиши кутилмоқда. Бунда, ривожланган мамлакатлар инфляциянинг мақсадли даражасига аввалроқ, ривожланаётган давлатлар эса прогноз даврининг охирида етиши кутилмоқда.

Инфляциянинг пасайиб бориши етакчи марказий банклар пул-кредит шароитларини келгуси йиллардан юмшатиш циклига ўтишига замин яратиб, 2026-2027 йилларда фоиз ставкаларининг нейтрал даражагача пасайиши кутилмоқда.

Молиявий шароитларнинг босқичма-босқич юмшатиб борилиши иқтисодий ўсишга ижобий таъсир кўрсатади ва 2025-2027 йилларда жаҳонда жорий иқтисодий ўсиш динамикаси сақланиб қолади.

Ўз навбатида, глобал фоиз ставкаларининг пасайиши мамлакатимиздаги тижорат банклари ва йирик корхоналарнинг ташқи бозорлардан ресурс жалб қилиш имкониятини ошириб, иқтисодиётдаги инвестицион талабни молиявий қўллаб-қувватлашга хизмат қилиши кутилмоқда.

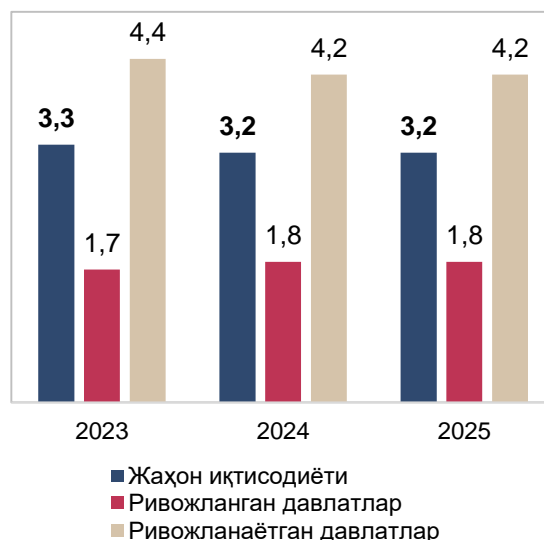
Глобал иқтисодий ўсиш ижобий суръатлари сақланиб қолса-да, пандемиядан аввалги даврдаги потенциалидан пастроқ бўлиши мумкин. Бу, асосан Хитой ва Европа давлатларида иқтисодий ўсиш потенциалининг пасайиши, глобал фоиз ставкаларини пандемиягача бўлган даражаларигача пасаймаслиги ҳисобига ривожланаётган мамлакатларда инвестицион фаолликнинг сусайиши, халқаро савдодаги узилишлар ва давлатлар ўртасида иқтисодий фрагментациянинг кучайиши билан боғлиқ хатарлар билан изоҳланади.

Шунингдек, ушбу сценарийда Халқаро валюта жамғармасининг (ХВЖ) жаҳон иқтисодиёти ўсиши ва глобал инфляция даражаси бўйича прогнозлари инобатга олинган.

2.1.1-расм. ХВЖнинг глобал инфляция даражаси бўйича прогнозлари, фоизда



2.1.2-расм. ХВЖнинг жаҳон иқтисодиёти ўсиши бўйича прогнозлари, фоизда



Манба: ХВЖ, Жаҳон иқтисодий истиқболлари (2024 йил октябрь).

ХВЖ прогнозларига кўра, жаҳон иқтисодиёти ўсиши 2025 йилда 3,2 фоиз атрофида шаклланиши кутилмоқда. Бунда, ривожланган давлатларда иқтисодий ўсиш 2025 йилда 1,8 фоиз, ривожланаётган давлатларда эса 4,2 фоиз шаклланади (2.1.1-расм).

Глобал инфляция 2025 йилда 4,3 фоиз атрофида шаклланиши кутилмоқда. Бунда, ривожланган давлатларда инфляция ўртача 2,0 фоиз ва ривожланаётган давлатларда 5,9 фоиз атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда (2.1.2-расм).

Жаҳон хомашё нархлари. Жаҳонда геосиёсий вазиятнинг кескинлашуви ва ноаниқлар ортиб бораётган даврда олтин нархининг ўрта муддатли истиқболда кескин ўзгаришларсиз нисбатан юқори даражада шаклланиши кутилмоқда.

Келгуси йилларда кутилаётган глобал ўсиш динамикаси нефтга бўлган талабни ва унинг нархларини барқарор сақланиб қолишига хизмат қилади.

Яшил энергетика ривожланишининг глобал миқёсда жадаллашиши мисга бўлган талабни қўллаб-қувватлаб, унинг нархига оширувчи босим яратиши мумкин.

Асосий савдо-ҳамкор давлатлар инфляцияси 2025 йилда пасайиб бориши ва 2026-2027 йилларда таргет даражаларига етиши прогноз қилинмоқда (2.1.3-расм).

Шу билан бирга, геосиёсий вазият сақланиб қолиши таъсири ҳамда ички талаб билан боғлиқ муаммолар савдо ҳамкорлар иқтисодиётлари потенциалини пасайтириб, келгусидаги иқтисодий ўсиш суръатларида бироз секинлашиш прогноз қилинмоқда (2.1.4-расм).

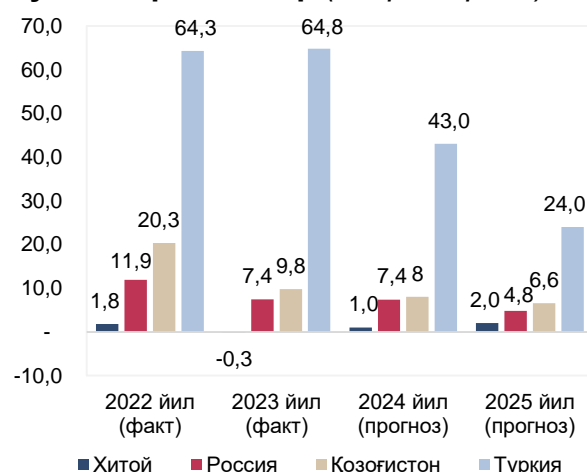
Тўлов баланси прогнози. Асосий савдо ҳамкорларда иқтисодий ўсиш динамикалари ва асосий биржа маҳсулотлари нархларини жорий даражада сақланиб қолиши ҳисобига 2025-2027 йилларда иқтисодиётда барқарор ташқи талаб шаклланиб, экспорт ҳажми ўсиб боради.

Натижада, мамлакатимиз олтинсиз экспорти ҳажмининг ўсиши 2025-2027 йилларда 8-11 фоиз атрофида мувозанатлашиши прогноз қилинмоқда (2.1.5-жадвал). Бунда, кимё маҳсулотлари экспортининг (асосан уран ва минерал ўғитлар ҳисобига) бир маромда ошиб бориши тахмин қилинмоқда. Озиқ-овқат товарлари ва хизматлар экспорти ташқи савдо балансига ижобий таъсир кўрсатиши кутилмоқда (2.1.5-расм).

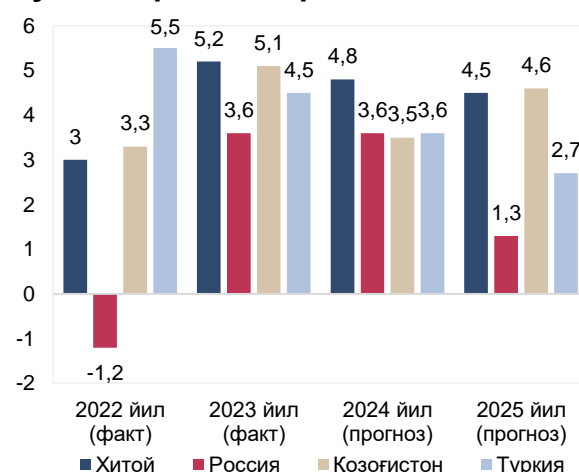
Ўзбекистонга импорт ҳажми 2023 йилдаги бир марталик оширувчи таъсирларнинг чиқиб кетиши ҳисобига келгуси йилларда ўртача 8-10 фоиз атрофида ўсиб боради (2.1.6-расм).

Жорий йилда пул ўтказмалари ҳажмининг 25-30 фоиз атрофида (14,5-15,0 млрд. доллар) ўсиши, 2025-2027 йилларда эса фундаментал тренд доирасида йиллик 10-15 фоизга ошиб бориши прогноз қилинмоқда (2.1.7-2.1.8-расмлар).

2.1.3-расм. Асосий савдо ҳамкорларда инфляция даражаси бўйича прогнозлар (давр охирига)

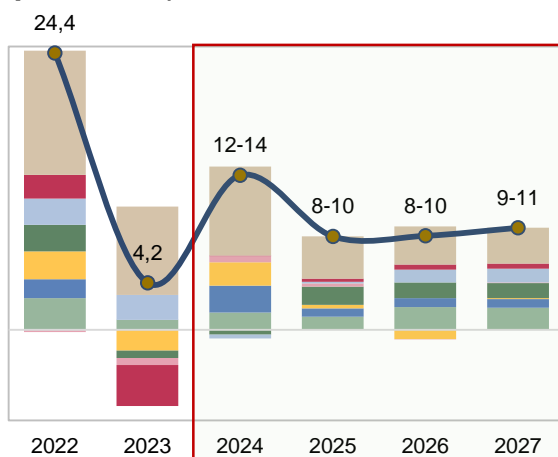


2.1.4-расм. Асосий савдо ҳамкорларда иқтисодий ўсиш бўйича прогнозлар



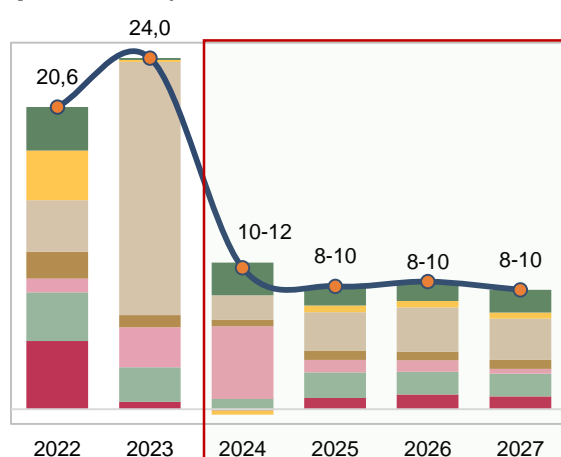
Манба: ХВЖ, Жаҳон иқтисодий истиқболлари (октябрь, 2024 йил).

2.1.5-расм. Ўзбекистон экспорти прогнози, фоизда



- хизматлар
- бошқалар
- машина ва ускуналар
- рангли металллар
- текстиль
- энергетика ва нефть
- кимё маҳсулотлари
- озиқ-овқат товарлари
- олтинсиз экспорт ўсиш суръати

2.1.6-расм. Ўзбекистон импорти прогнози, фоизда

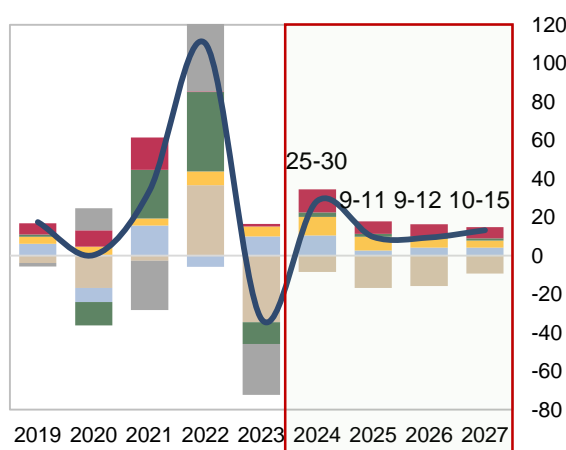


- хизматлар
- бошқалар
- машина ва ускуналар
- қора металллар
- энергетика ва нефть
- кимё маҳсулотлари
- озиқ-овқат товарлари
- импорт ўсиш суръати

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

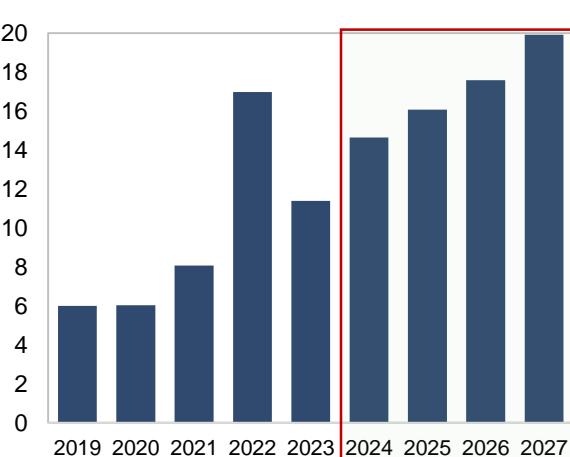
Миграция оқидамида давлатлар диверсификациясининг кучайиб бориши давом этади. Бунда, юқори даромадли давлатлар улуши ортиши ҳисобига ушбу давлатлардан пул ўтказмалари ҳажми ўсиши кутилмоқда.

2.1.7-расм. Пул ўтказмалари прогнози, фоизда



- Шоклар
- Бошқа давлатлар ўсиши
- Миграция
- Иш ҳақи
- Россия ЯИМи ўсиши
- RUR/USD курси
- Ўсиш суръатлари

2.1.8-расм. Пул ўтказмалари прогнози, млрд. долларда



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

2025-2027 йилларда ташқи савдо ва даромадлар динамикаси прогнози ҳамда иқтисодиётда давом этаётган таркибий ислохотларни инобатга олиб, жорий операциялар ҳисоби тақчиллиги 5,5-6,5 фоиз атрофида бўлиши кутилмоқда.

Молиявий ҳисоб компонентлари, шу жумладан, банклар томонидан жалб этиладиган хорижий кредит линиялари ҳамда тўғридан-тўғри ва портфель инвестициялар жорий операциялар ҳисобварағи тақчиллигини қоплашнинг асосий манбаларидан бўлади.

Келтирилган омиллар ва ташқи иқтисодий кўрсаткичларнинг кутилаётган динамикаси шароитида сўмнинг реал самарали алмашув курси ўзининг узоқ муддатли тренди доирасида шаклланиши прогноз қилинмоқда.

Ички иқтисодий шароитлар

2024 йилда кузатилаётган юқори инвестицион фаоллик, пул ўтказмалари ҳажмининг юқори ошиши, жаҳон бозорида биржа маҳсулотлари нархининг юқорилиги фонида **ЯИМ ўсиш суръатлари** аввалги прогнозларга нисбатан юқори шаклланиб, йил якунига **6-6,5 фоизни** ташкил этиши кутилмоқда.

Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийсида ЯИМнинг реал ўсиши нисбатан қатъий пул-кредит шароитлари ва фискал консолидация таъсирида 2025 йилда 5,5-6,0 фоиз, 2026 йилда 5,5-6,5 фоиз, 2027 йилда эса 6-6,5 фоиз атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда (2.1.9-расм).

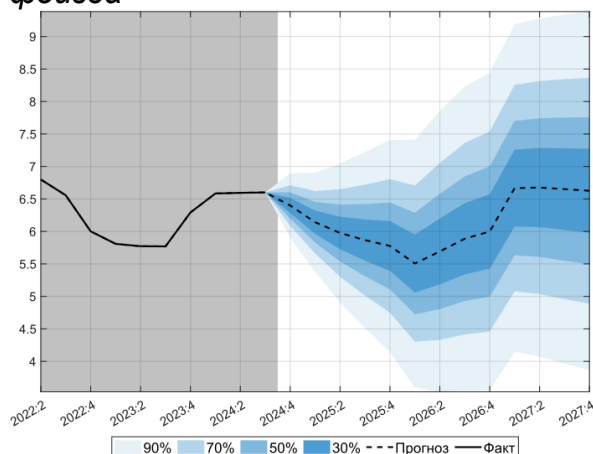
Бунда, давлат секторини трансформация қилиш ва хусусийлаштириш жараёнларининг фаол давом эттирилиши ҳисобига хусусий инвестициялар ошиши, ташқи молиявий шароитлар юмшаб бориши билан хорижий инвестициялар оқимининг кўпайиши ҳамда иқтисодиётга кредит қўйилмаларини ўсишда давом этиши иқтисодий ўсишни молиявий қўллаб-қувватловчи асосий драйверлардан бўлади.

2.1.1-жадвал. Ўзбекистон макроиқтисодий ривожланиш кўрсаткичларининг асосий сценарий бўйича 2025-2027 йиллардаги прогнозлари, (йиллик ўзгариши, фоизда)

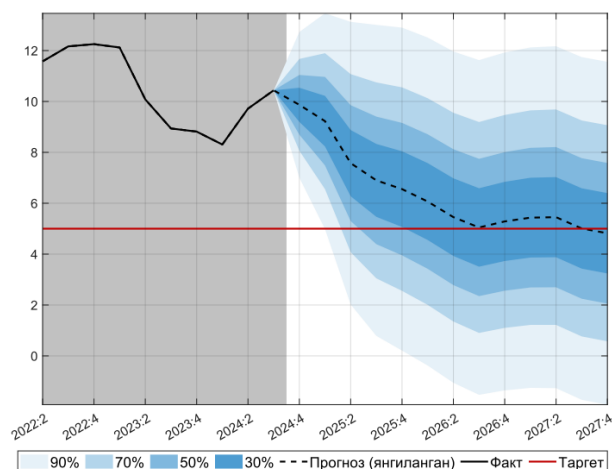
Кўрсаткичлар	2023 (факт)	2024 (кут-н)	Асосий сценарий прогнозлари		
			2025	2026	2027
Инфляция даражаси	8,8	9,0-9,5	6,0-7,0	5,0	5,0
ЯИМнинг реал ўсиши	6,3	6,0-6,5	5,5-6,0	5,5-6,5	6,0-6,5
Якуний истеъмол харажатлари	5,3	6,0-6,5	5,5-6,0	5,0-5,5	5,0-6,0
- уй хўжаликлари	6,2	7,0-7,5	6,0-6,5	5,0-5,5	4,5-5,5
- давлат бошқарув органлари	1,4	1,5-2,0	1,0-2,0	2,0-3,0	1,5-2,5
Умумий фискал баланс (ЯИМга нисбатан)	4,9	4,0	3,0	3,0	3,0
Экспорт (олтинсиз)	4,2	12,0-14,0	8,0-10,0	8,0-10,0	9,0-11,0
Импорт	24,0	10,0-12,0	8,0-10,0	8,0-10,0	8,0-10,0
Пул ўтказмалари	32,9	25,0-30,0	9,0-11,0	9,0-12,0	10,0-15,0
Кредит қўйилмалари қолдиғи	23,3	15,0-17,0	14,0-16,0	13,0-15,0	12,0-15,0

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

2.1.9-расм. Асосий сценарий бўйича ЯИМнинг реал ўсиши прогнози, фоизда



2.1.10-расм. Асосий сценарий бўйича инфляция прогнози, фоизда



Манба: Марказий банк прогнозлари.

2025 йилда иқтисодий ўсишнинг нисбатан секинлашиши инфляцияни пасайтиришга қаратилган қатъий пул-кредит шароитлари таъсирида шахсий истеъмол ўсиш суръатларининг нисбатан мўтадиллашуви билан изоҳланади. 2026 йилдан инфляция мақсадли кўрсаткичга яқинлашиши ва молиявий шароитларнинг юмшатиб борилиши иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватлаб потенциал ўсиш даражасигача тезлашишига имкон беради.

Мамлакатда инвестицион фаолликнинг юқори сақланиб қолиши импортга бўлган талабни оширишда давом этади. Импорт ҳажми ўсишининг 2025-2027 йилларда 8-10 фоиз атрофида шаклланиши прогноз қилинмоқда. Бунда машина ва ускуналар, энергия манбалари, кимё маҳсулотлари ва хизматлар импорти асосий ўрин тутди.

2024 йилда меҳнат бозорига малакали кадрларга бўлган талабнинг ошириб бориши ҳисобига хусусий секторда иш ҳақларининг кўтарилиши ва хориждан пул ўтказмалари ҳажмининг кескин ўсиши ҳисобига аҳоли даромадларининг 9-11 фоиз атрофида реал ўсиши ва келгуси йилларда потенциал даражасига яқинлашиб 2025 йилда 6-7 фоиз ва ўрта муддатда 5-6 фоиз даражада ошириб бориши кутилмоқда.

Келгуси йилларда қатъий молиявий шароитларнинг сақланиши иқтисодиётга кредит қўйилмалари ҳажмига таъсир кўрсатади. Бироқ, молиявий ресурсларга бўлган талабнинг ўсувчи тенденцияси сақланиб қолади ва иқтисодий ўсишни таъминловчи асосий омиллардан бўлиб хизмат қилади.

Хусусийлаштириш жараёнлари фаоллашувидан тушумлар ҳисобига давлат харажатлари ўсишда давом этади. Шу билан бирга, иқтисодиётга ажратилаётган субсидияларнинг қисқариши харажатлар ўсиш суръатини секинлаштириши мумкин.

Келгуси йилларда фискал сиёсатда консолидациялашув жараёнларини фаол амалга оширилиши кутилмоқда. Хусусан, фискал тақчилликни 2024 йилда ЯИМга нисбатан 4 фоизгача ва 2025-2027 йилларда 3 фоизгача қисқартириш мақсад қилинган. Фискал тақчиллик даражасининг ушбу мақсадли кўрсаткичлари доирасида шаклланиши иқтисодиётда давлат харажатлари томонидан кўшимча талаб шаклланишини камайиб боришига олиб келади ва инфляцияни пасайтирувчи омиллардан бўлади.

Инфляция даражаси 2024 йилнинг ўтган даврида шаклланган инфляцион жараёнлар ҳамда сўнгги чорақда кутилаётган омиллардан келиб чиқиб, йил якуни бўйича 9-9,5 фоиз атрофида бўлиши тахмин қилинмоқда.

2025 йил апрель ойида кутилаётган электр ва газ нархларининг навбатдаги оширилиши таъсирида тартибга солинадиган нархлар оширувчи таъсирга эга бўлади. Шу билан бирга, 2024 йилдаги энергия нархлари эркинлаштирилишининг юқори база эффекти чиқиб кетиши ҳисобига 2025 йил иккинчи ярмида тартибга солинадиган нархлар инфляциясида сезиларли пасайиш кутилмоқда.

Асосий сценарий доирасида янгиланган прогнозларга кўра, умумий инфляция 2025 йилда 6-7 фоиз бўлиши ва 2026 йил иккинчи ярмида 5 фоизлик таргетгача пасайиши прогноз қилинмоқда (2.1.10-расм).

Базавий инфляциянинг 2024 йил якунидаги 7-7,5 фоиздан 2025 йилда 5 фоизгача пасайиши кутилмоқда. Базавий инфляцияни пасайтиришда қатъий пул-кредит шароитларининг таъминланиши асосий омил бўлиб хизмат қилади.

Пул-кредит сиёсати

Келгуси йиллар учун пул-кредит шароитларини белгилашда, биринчи навбатда, инфляция прогнози, унинг омиллари ва инфляцион кутилмалар ҳамда прогноз даврида инфляциянинг 5 фоизлик таргетига эришиш мақсадидан келиб чиқилди.

Асосий сценарий шартларига кўра

Инфляция даражаси

2025 йилда инфляция **6-7 фоиз** атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда. 2026 йилнинг иккинчи ярмида инфляция **5 фоизлик таргетгача пасаяди**.

Пул-кредит сиёсати чоралари

Пул-кредит шароитлари

Иқтисодиётда инфляцион босимларни инобатга олиб, 2025-2026 йиллар давомида **нисбатан қатъий** даражада сақлаб қолинади ва инфляциянинг таргет даражасида шаклланиши бўйича барқарор асослар юзага келганда **нейтрал** фазага ўтилади.

Пул бозоридаги фоиз ставкалари

2024-2026 йилларда **Uzonia ставкаси** реал ҳисобда **4-5 фоизлик** даражада, 2027 йилларда **3-4 фоиз атрофида** бўлиши таъминланади.

Жорий йилда инфляцион босимни шакллантирган тақлиф омилларининг (энергия ресурслари нархлари эркинлаштирилиши ҳамда айрим товар ва хизматларга қўшилган қиймат солиғи ўрнатилиши) иккиламчи таъсирлари келгуси йилларга ўтиши, 2025 йилда энергия нархларининг навбатдаги оширилиши кутилаётгани ва иқтисодиётда сақланиб қолаётган юқори истеъмол талаби нисбатан қатъий пул-кредит шароитларини таъминлашни тақозо этмоқда.

Бунда, инфляцияни таргет даражасигача пасайтириш мақсадида 2025 йилда пул-кредит шароитлари қатъий даражада сақлаб қолинади ва пул бозорида камида 4-5 фоизлик реал фоиз ставкалари шаклланиши таъминланади.

Шунингдек, пул-кредит сиёсати чораларининг иқтисодиётга ўтказма таъсирини кучайтиришда банклар томонидан директив кредитлар ажратилишини босқичма-босқич қисқартириш муҳим аҳамият касб этади.

Инфляция даражасининг ишончли барқарор пасайиб бориши ва таргет атрофида барқарор шаклланиши билан Марказий банкнинг асосий ставкаси мос равишда пасайтириб борилади. Бунда келгуси даврдаги эҳтимолий инфляцион хатарлар ва кутилмалар

мунтазам ўрганиб борилади ҳамда пул-кредит шароитларини белгилашда эҳтиёткорона ёндашув сақлаб қолинади.

Инфляция даражаси мақсадли кўрсаткичларга яқинлашиб, ушбу даражада барқарорлашганидан сўнг, пул-кредит шароитларини нейтрал фазага ўтказиш имконияти юзага келади.

Ўрта муддатли истиқболда пул-кредит шароитларини белгилашда банк тизими ликвидлиги ҳолати ҳам муҳим аҳамият касб этади. Умумий ликвидликнинг келгуси динамикаси бюджет амалиётлари, ички валюта бозорида талаб ва таклиф мувозанати ҳамда иқтисодиётнинг нақд пулга бўлган талаблари таъсирида шаклланади. Банк тизими ликвидлигининг таркибий профицит ҳолатида сақланиб қолиши пул-кредит шароитларини юмшатувчи омиллардан бўлади.

Шу сабабли ҳам келгуси йилларда Марказий банкнинг ликвидликни бошқариш операциялари фаол қўлланилади ва хатти-ҳаракатлари ҳар қандай қўшимча ликвидликни самарали жалб этишга қаратилади.

Шу билан бирга, пул-кредит шароитларини белгилашда кредит каналининг муҳимлиги ҳам сақланиб қолади. Бироқ, ўрта муддатли истиқболда кредитга бўлган талабнинг нисбатан юқори даражаларда сақланиб қолиши ва кредитлар асосан тадбиркорлик фаолиятини қўллаб-қувватлашга фаол йўналтирилиши кутилмоқда.

Истеъмолга йўналтириладиган чакана кредитлар ўсиш суръатларини мувозанатлаштиришда макропруденциал сиёсат чоралари фаол қўлланилишда давом этади.

Келгуси йилларда айнан пул-кредит ва макропруденциал сиёсатларни ўзаро мувофиқликда қўллаш орқали кредитлар ўсиш суръатларини мувозанатлаштириш ва умуман банк тизими барқарорлигини таъминлаш муҳим вазифалардан бири бўлади.

2.2. Макроиқтисодий ривожланишнинг муқобил сценарийси ва пул-кредит сиёсати

Ташқи иқтисодий шароитлар

Макроиқтисодий ривожланишнинг муқобил сценарийсида ривожланган мамлакатларда хизматлар соҳасида инфляция даражасининг кутилганидан секин пасайиши, жаҳон иқтисодиётининг фрагментациялашуви кучайиши оқибатида халқаро ишлаб чиқариш ва етказиб бериш занжирларидаги узилишлар давом этиши мумкинлиги инобатга олинди. Буларнинг натижасида глобал инфляциянинг таргет кўрсаткичларига етиши узоқроқ вақтни талаб этиши тахмин қилинди. Ушбу сценарий бўйича аксарият давлатлар инфляция бўйича мақсадли кўрсаткичига 2026 йилда эришиши кутилмоқда.

Бу, ўз навбатида, глобал молиявий шароитларнинг узоқроқ муддат қатъий даражада сақлаб қолишни талаб этади ва жаҳонда давом этаётган геосиёсий зиддиятлар ҳамда келгуси даврдаги вазият бўйича ноаниқликларнинг юқорилиги билан биргаликда глобал иқтисодий ўсишга салбий таъсир кўрсатади. Натижада, ўсиш суръатларининг асосий сценарийга нисбатан пастроқ бўлиши прогноз қилинмоқда.

Шу билан бирга, жаҳонда қатъий молиявий шароитларнинг сақланиб қолиши ички иқтисодий ривожланишни ташқи ресурслар ҳисобига молиялаштириш имкониятларини камайтириб, хорижий инвестициялар оқими секинлашишига олиб келиши мумкин. Натижада, ўсиш суръатларининг асосий сценарийга нисбатан пастроқ бўлиши тахмин қилинмоқда.

Муқобил сценарий шартларига кўра, асосий савдо-ҳамкор давлатлар иқтисодиёти истиқболи бўйича юқори ноаниқлик ва хатарлар сақланиб қолади.

Хусусан, асосий сценарийдан фарқли равишда Хитой иқтисодиётидаги кўчмас мулк бозори муаммолари билан бир қаторда, жаҳон иқтисодиёти фрагментациялашуви кучайиши оқибатида Хитой экспортига бўлган ташқи талабнинг ҳам қисқариши иқтисодий ўсиш потенциалини сезиларли пасайтириши мумкин. Бу, хомашёлар нархларининг пасайишига олиб келади.

Жаҳон бозорида нефтга бўлган талабнинг қисқариши нефт экспорт қилувчи савдо ҳамкорлар иқтисодиётига салбий таъсир кўрсатади. Ўз навбатида, ушбу мамлакатларда иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватлаш мақсадида фискал рағбатлантиришлар фаоллашиши мумкин. Бу эса, иқтисодиётда инфляцион босимлар узоқроқ сақланиб қолишига сабаб бўлади ва импорт нархлари орқали мамлакатимизда инфляцион босимларни кучайтиради.

Шунингдек, давом этаётган санкциялар таъсири кучайиши ҳисобига рубль сезиларли даражада қадрсизланиши мумкин. Бу, бир томондан, меҳнат муҳожирларининг Ўзбекистонга пул ўтказмалари ҳажмини камайтирса, иккинчи томондан импорт инфляциясини оширади.

Муқобил сценарий доирасида пул ўтказмалари ҳажмининг 2025 йилда қисқариши ва 2026-2027 йилларда фундаментал трендидан пастроқ суръатларда ўсиши прогноз қилинмоқда. Пул ўтказмалари ҳажми камайиши аҳоли даромадлари ўсишини секинлаштириб, ялпи истеъмол талабини мақбуллашишига таъсир кўрсатади.

Асосий савдо ҳамкорлардаги иқтисодий ўсишнинг пасайиши мамлакатимиз товар ва хизматларига ташқи талабни камайтиради. Бунда, экспорт ҳажми (*олтинсиз*) ўсиши 2025 йилда 5-7 фоизгача секинлашиши, 2026-2027 йилларда эса 6-8 фоиз атрофида базавий сценарийдан паст шаклланиши прогноз қилинмоқда.

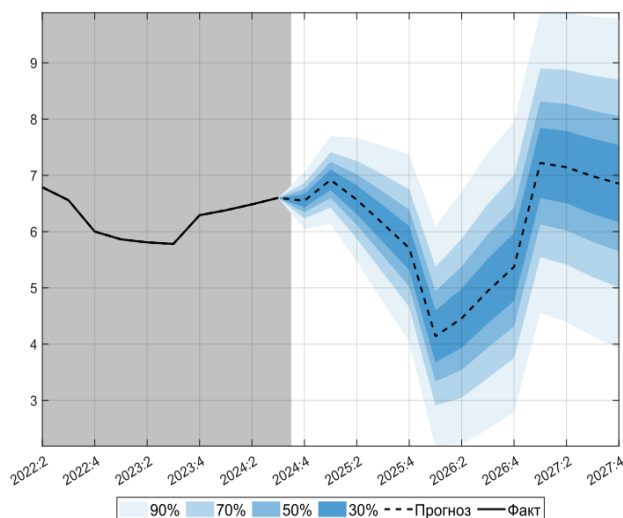
Жаҳон иқтисодиётидаги секинлашиш ва юқори фоиз ставкаларининг узоқ муддат сақланиб қолиши олтинга бўлган талабга таъсир кўрсатиб, унинг нархи пасайишига олиб келиши мумкин.

Юқоридаги омиллар таъсирида мамлакат тўлов балансининг жорий операциялар ҳисобварағи тақчиллиги асосий сценарийга нисбатан кенгайиб, 2025-2026 йилларда ЯИМга нисбатан 6,5-7,5 фоизни ташкил этиши тахмин қилинмоқда.

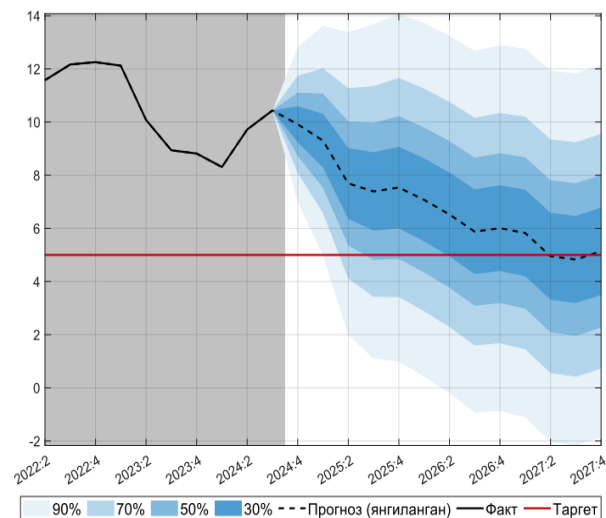
Ички иқтисодий шароитлар

Муқобил сценарийга кўра ташқи хатарларнинг иқтисодий ўсишга салбий таъсири юқори бўлиб, 2025 йилда фаол фискал рағбатлантиришлар ва кредит қўйилмалари ошиши иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватловчи асосий омиллардан бўлади. Натижада, 2025 йилда ЯИМ ўсиши 5,0-5,5 фоиз доирасида бўлиши кутилмоқда.

2.2.1-расм. Муқобил сценарий бўйича ЯИМнинг реал ўсиши прогнози



2.2.2-расм. Муқобил сценарий бўйича инфляция прогнози



Манба: Марказий банк прогнозлари.

2026 йилдан кутилаётган ташқи хатарлар ва молиявий шароитларнинг нисбатан юмшаб бориши натижасида иқтисодий ўсиш тикланиб боради. Буни ҳисобига иқтисодий ўсиш 2026 йилда 5,0-6,0 фоиз, 2027 йилда 5,5-6,5 фоиз бўлиши прогноз қилинмоқда.

Ушбу сценарийда ташқи шароитлар таъсирида мамлакат хатар мукофоти юқори шаклланиши ва мос равишда хорижий инвестициялар оқими камайиши мумкин. Оқибатда, иқтисодий фаолликнинг маълум даражада пасайиши ва аҳоли даромадларининг мақбуллашиши фонида импорт ҳажмининг асосий сценарийга нисбатан пастроқ суръатларда ўсиши (2025-2026 йилларда ўртача йиллик 7-9 фоизга) кутилмоқда.

Прогноз даврида якуний истеъмол харажатларининг реал ўсиши 3,5-4,5 фоиз атрофида шаклланиб, иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватлашдаги роли асосий сценарийга нисбатан пастроқ бўлади.

2025-2026 йилларда иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлаш учун давлат харажатларининг ортиши ва дунё бозорларида хомашё нархларининг пасайиши фонида даромадларнинг нисбатан қисқариши бюджет консолидациясини маълум муддатга кечиктириши мумкин.

2.2.1-жадвал. Ўзбекистон макроиқтисодий ривожланиш кўрсаткичларининг муқобил сценарий бўйича 2025-2027 йиллардаги прогнозлари, (йиллик ўзгариши, фоизда)

Кўрсаткичлар	2023 (факт)	2024 (кут-н)	Муқобил сценарий прогнозлари		
			2025	2026	2027
Инфляция даражаси	8,8	9,0-9,5	7,0-8,0	5,5-6,5	5,0
ЯИМнинг реал ўсиши	6,3	6,0-6,5	5,0-5,5	5,0-6,0	5,5-6,5
Якуний истеъмол харажатлари	5,3	6,0-6,5	3,5-4,5	4,0-5,0	4,5-5,5
- уй хўжаликлари	6,2	7,0-7,5	4,0-5,0	4,5-5,5	5,0-6,0
- давлат бошқарув органлари	1,4	1,5-2,0	2,0-3,0	1,5-2,5	1,5-2,5
Умумий фискал баланс (ЯИМга нисбатан)	4,9	4,0	4,5	4,0	4,0
Экспорт (олтинсиз)	4,2	12,0-14,0	5,0-7,0	6,0-8,0	7,0-9,0
Импорт	24,0	8,0-10,0	7,0-9,0	7,0-9,0	8,0-10,0
Пул ўтказмалари	32,9	25,0-30,0	(-7,0)-(-10,0)	7,0-10,0	7,0-11,0
Кредит қўйилмалари қолдиғи	23,3	15,0-17,0	14,0-17,0	12,0-15,0	11,0-14,0

Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Бунда, умумий фискал тақчилликнинг 2025 йилда ЯИМга нисбатан 4,5 фоиз атрофида, 2026-2027 йилларда 4 фоизгача пасайиши кутилмоқда. Шу билан бирга, инфляция даражасига фискал омиллар томонидан оширувчи босимлар сақланиб қолиши мумкин.

Муқобил сценарийда умумий инфляция асосан импорт инфляцияси ва рағбатлантирувчи фискал сиёсат ҳисобига 2025 йилда 7-8 фоиз, 2026 йилда 5,5-6,5 фоиз атрофида бўлиши тахмин қилинмоқда, бунда пул ўтказмалари ҳажми қисқариши истеъмол талабини мақбуллашишига хизмат қилади. Мазкур сценарийда инфляция 5 фоизлик таргети даражасига 2027 йилнинг биринчи ярмида пасайиши кутилмоқда (2.2.2-расм).

Базавий инфляция 2024 йил якунидаги 7-7,5 фоиздан 2025 йилда 4-5 фоизгача пасаяди.

Пул-кредит сиёсати

Марказий банк муқобил сценарий шароитлари юзага келган тақдирда ҳам 2025-2026 йилларда пул-кредит шароитларини қатъий фазада давом эттиради ва прогноз даврида инфляцияни таргетгача пасайтиришга эътибор қаратади.

Бунда, инфляциянинг таклиф омилларини бартараф этиш мақсадида Ҳукумат билан биргаликда тизимли чора-тадбирлар амалга ошириб борилади. Хусусан, иқтисодиётда товар ва хизматлар таклифининг етарли даражада бўлишини таъминлаш орқали нарх барқарорлигига эришиш устувор вазифалардан бўлади.

Ўз навбатида, инфляцияга монетар омиллар таъсирини камайтириш ва базавий инфляцияни барқарор пасайтириш мақсадида пул-кредит шароитларининг қатъий даражада бўлиши таъминланади.

Муқобил сценарий доирасида ҳам пул-кредит шароитларини белгилашда банк тизими умумий ликвидлиги билан боғлиқ вазият муҳим аҳамият касб этади. Бунда, умумий фискал тақчилликнинг асосий сценарийга нисбатан юқорироқ бўлиши тизимга кўпроқ ликвидлик йўналтирилишини билдирса ҳам, бюджет амалиётларининг умумий ликвидликка мутлақ таъсири мазкур тақчилликни молиялаштириш манбаларига боғлиқ бўлади.

Пул-кредит сиёсати чоралари

Пул-кредит шароитлари

Иқтисодиётда инфляцион босимларни инobatга олиб, 2025-2026 йиллар давомида **қатъий** даражада сақлаб қолинади ва инфляциянинг таргет доирасида барқарор шаклланишига эришиш бўйича асослар юзага келганда **нейтрал** фазага ўтказилиши мумкин.

Пул бозоридаги фоиз ставкалари

2025-2026 йилларда **Uzonia** ставкасини реал ҳисобда **4-5 фоизлик** даражада, 2027 йилда эса **3-4 фоиз атрофида** шакллантириш чоралари кўрилади.

Четдан маблағлар жалб қилиш нархларининг нисбатан юқори даражаларда сақланиб қолиши шароитида ички манбаларга, шу жумладан, миллий валютадаги депозитларга бўлган талаб ортиб, улар бўйича реал фоиз ставкалари нисбатан юқори шаклланади ва ушбу вазият маълум муддат сақланиб қолади. Бу эса, миллий валютадаги активлар нархига таъсир кўрсатиб, хорижий валютага бўлган талабни мувозанатлашувига олиб келади.

Умуман олганда, муқобил сценарий шартлари юзага келганда ташқи шароитлардаги ноаниқликлар юқорироқ даражада сақланиб қолади.

Ўз навбатида, иқтисодиётда шаклланадиган нисбатан паст фаолликни қўллаб-қувватлаш мақсадида амалга ошириладиган фискал рағбатлантиришларнинг инфляцияга таъсиридан келиб чиқиб пул-кредит шароитлари қатъийлик даражаси оширилиши мумкин.

Инфляцион хатарлар сценарийси ва пул-кредит сиёсати

Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий ва муқобил сценарийларига қўшимча равишда инфляцион хатарларнинг ортишига асосланган **хатарли сценарий** ҳам кўриб чиқилди ва бундай шароитда инфляцияни пасайтиришга қаратилган пул-кредит сиёсати чоралари таҳлил қилинди.

Умуман олганда, ривожланаётган ва бозор иқтисодиёти тамойилларига босқичма-босқич ўтаётган давлатда инфляцион хатарлар эҳтимоли доим мавжуд бўлиб, асосий эътибор, уларни тўғри баҳолаш ва юзага чиққан ҳолатида пул-кредит сиёсати чоралари орқали етарли жавоб беришга қаратилиши лозим.

Иқтисодиётда ва умуман жаҳонда инфляцион жараёнларнинг пасайиб боришига қарамасдан айрим ички ва ташқи инфляцион хатарлар эҳтимоллиги маълум даражада сақланиб қолмоқда. Ўрта муддатли макроиқтисодий ривожланишнинг ушбу сценарийси **4 та муҳим инфляцион хатарларнинг** юзага чиқиш эҳтимолига асосланган:

1) **Иқлим хатари**: сўнги йилларда минтақада кузатилаётган иқлим шароитлари ўзгариши иқтисодиётга турли йўналишларда таъсир кўрсатмоқда. Хусусан, 2022 йил бошидаги аномал совуқ об-ҳаво иқтисодиётда ишлаб чиқариш кўрсаткичларига, 2023 йилдаги тебранувчан иқлим эса, мева ва сабзавотлар ҳосилдорлигига салбий таъсир кўрсатди. 2024 йилда эса аксинча об-ҳаво шароитларининг қулай шаклланиши қишлоқ хўжалигида ҳосилдорликнинг юқори бўлишига хизмат қилиб, озиқ-овқат нархлари ўзгариши умумий инфляцияга пасайтирувчи ҳисса қўшди.

Шундан келиб чиқиб, ноқулай об-ҳаво ёки кутилмаган иқлим ўзгариши содир бўлганда, ушбу ҳолатлар умумий инфляцияга оширувчи таъсирга эга бўлиши мумкин.

2) **Инфляцияга номонетар омиллар босими**: иқтисодиётда эркинлаштириш, таркибий ўзгариш жараёнларининг фаол амалга оширилиши вақтинча ялпи талаб ва таклифга номонетар омиллар таъсирларини кучайишига олиб келиши мумкин. Бу ўз навбатида, аҳоли ва тадбиркорлар инфляцион кутилмаларини ошириб, базавий инфляцияга босимни юзага келтиради. Иқтисодиётда инфляцион босимларнинг узоқроқ муддат сақланиб қолиши инфляцияни пасайтиришга қаратилган чораларни кучайтиришни талаб қилиб, унинг таргет даражасига эришиш имкониятларини пасайтириши мумкин.

3) **Фискал рағбатлантириш кучайиши**: сезиларли ички ва ташқи хатарлар юзага келган тақдирда давлат томонидан иқтисодиётни қўллаб-қувватлаш мақсадида рағбатлантирувчи фискал сиёсат юритилиши эҳтимоли ортади. Бу ўз навбатида, чекланган таклиф шароитида ялпи талабни ошириб нархларга оширувчи таъсир кўрсатиши мумкин. Ушбу шароитида фискал консолидация имкониятлари камайиб, умумий фискал тақчиллик белгиланган параметрлардан юқори бўлиши эҳтимоли юзага келади.

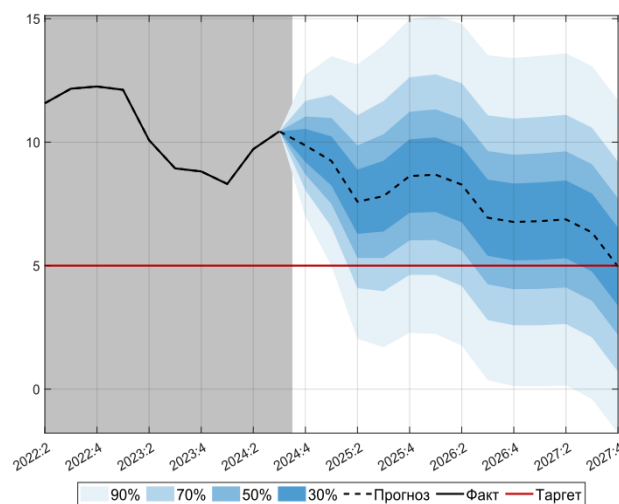
Мазкур эҳтимоллик ҳисобига хатарли сценарийда фискал тақчилликнинг сўнги 5 йилдаги ўртача кўрсаткич доирасида шаклланиши инobatга олинди.

4) Иқтисодий энергия ресурслари билан таъминланганлик даражаси: иқтисодий энергия ресурслари билан таъминлаш имкониятидан кўра талабнинг тезроқ ўсиши энергия тақчиллиги ва узилишлар давом этишига сабаб бўлиши мумкин. Бу эса, ўз навбатида, маҳсулотлар ва хизматлар таннархини оширади ҳамда ишлаб чиқаришдаги йўқотишлар ҳисобига таклифнинг қисқаришига таъсир кўрсатади. Ушбу хатарнинг юзага келиши инфляцияга ошириши билан бирга пул-кредит сиёсати инструментлари таъсирчанлигини пасайтириши мумкин.

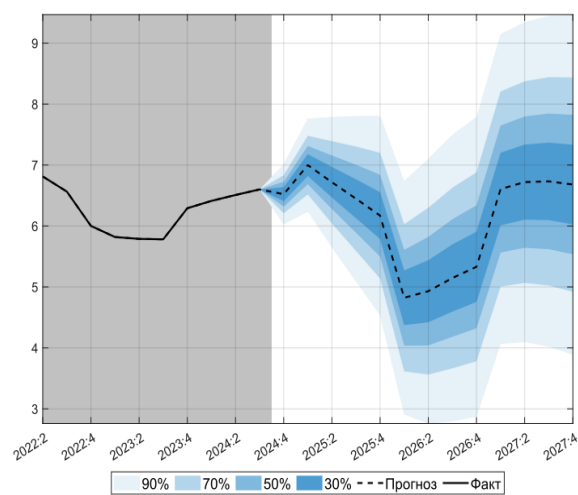
Шу сабабли, юқорида қайд этилган хатарларнинг инфляцияга оширувчи таъсирлари эҳтимолий шок кўринишида миқдорий баҳоланиб Чораклик прогнозлаш моделида ҳисобга олинди. Юқорида келтирилган хатарлар ва ноаниқликларни инobatга олган ҳолда амалга оширилган прогнозларга кўра, умумий инфляциянинг 2025 йилда 8-9 фоиз, 2026 йилда 6-7 фоиз атрофида шаклланиши ва 5 фоизлик таргетга 2027 йил якунида етиши кутилмоқда (1-расм). Бунда таргетга етиш эҳтимоли пул-кредит сиёсатида кўриладиган чораларни қатъийлик даражаси ва таъсирчанлигига боғлиқ бўлади.

Инфляция компонентлари таркибида тартибга солинадиган нархлар ўзгариши асосий сценарий билан бир хил даражада, мева-сабзавотлар ва базавий инфляция кўрсаткичлари келтирилган хатарлар ҳисобига юқорироқ шаклланади.

1-расм. Инфляция прогнози



2-расм. Иқтисодий ўсиш прогнози



Манба: Марказий банк прогнозлари.

Хатарли сценарий шартлари юзага чиққан вазиятда Марказий банк пул-кредит сиёсатини қатъийлаштириш, шу жумладан, асосий ставкани ошириш чораларини кўради ва 2025-2026 йиллар давомида қатъий шароитларни сақлаб қолади. Бунда, инфляциянинг номонетар омилларини бартараф этиш бўйича ҳукумат билан биргаликда чоралар кўриш муҳим ҳисобланади.

Юқори фискал тақчиллик ҳисобига реал ЯИМ ўсиши 2025 йилда 6-6,5 фоиз доирасида бўлиши ҳамда инфляцияни пасайтиришга қаратилган чоралар таъсирида 2026 йилда иқтисодий ўсиш 5-5,5 фоизгача пасайиши прогноз қилинмоқда (2-расм).

Умуман олганда, хатарли сценарий эҳтимоли паст бўлса-да сақланиб қолмоқда ва инфляциянинг шаклланиши ушбу хатарлардан бир ёки бир нечасининг қай даражада юзага келишига боғлиқ бўлади. Ҳар қандай шароитда ҳам Марказий банк пул-кредит сиёсатини етарлича қатъийлаштириш орқали инфляцион босимлар таъсирини камайтириш ва уларнинг спираль характер касб этишини олдини олиш чораларини кўриб боради. Хатарли сценарий вазиятида ҳам асосий эътибор ва барча чора-тадбирлар инфляцияни имкон қадар тезроқ таргет даражасигача пасайтиришга қаратилади.

Алмашув курси ўзгаришининг иқтисодий ривожланишга таъсири: DSGE модели асосида

Айрим ривожланаётган мамлакатларда иқтисодий ўсишни рағбатлантириш воситаси сифатида алмашув курсидан фойдаланиш, яъни миллий валютани қадрсизлантириб бориш орқали ташқи талабни қўллаб-қувватлашга қаратилган қарашлар мавжуд. Ушбу воситанинг самараси борасида илмий адабиётларда бир қатор эмпирик иқтисодий тадқиқотлар амалга оширилган.

Мазкур ёндашувнинг асосий ғояси сифатида миллий валютани қадрсизлантириш орқали халқаро савдода нарх жиҳатдан рақобатбардошлик ва экспортни ошириш орқали ташқи савдога асосланган иқтисодий ўсиш тушунилади. Баъзи тадқиқотларда ривожланаётган мамлакатлар учун ушбу чора амалий восита сифатида илгари сурилган бўлса-да, сўнги тадқиқотларда унинг самараси чекланган ва қисқа муддатли характерга эгаллиги, узоқ муддатли истиқболда эса қадрсизлантирилган миллий валюта макроиқтисодий барқарорликни издан чиқариши каби жиддий оқибатларга олиб келиши мумкинлиги қайд этилган.

Иқтисодий ўсиш воситаси сифатида қадрсизлантирилган алмашув курси экспортга асосланган ўсиш стратегиясига таянади. Бундай сиёсат тарафдорлари мамлакат товарларини халқаро бозорда арзонлаштириш орқали, қадрсизлантирилган алмашув курси экспорт ҳажмини ошириши ва иқтисодий ўсишга олиб келиши мумкинлигини таъкидлайди. Дани Родрик (2008)⁹га кўра ушбу ёндашув давлат институтлари фаолияти самарасиз ва ишлаб чиқаришдаги технологик унумдорлик паст даражада бўлган мамлакатларда жозибадор чора сифатида кўрилади.

Жудитҳ А. Гилес ва Сара Л. Виллиамс (2000)¹⁰ тадқиқотларда қўлланиладиган методологиялар, танланмадаги мамлакатлар ва даврларнинг ўзгарувчанлиги сабабли миллий валютанинг қадрсизланиши ва иқтисодий ўсиш ўртасидаги ижобий боғлиқлик бўйича аниқ бир хулосага келиш мушкуллигини таъкидлайдилар. Бундан ташқари, баъзи зарур ўзгарувчиларни ҳисобга олмаслик эмпирик таҳлил хулосасини янада мураккаблаштиради. Бу эса миллий валюта қадрсизланиши ва иқтисодий ўсиш ўртасидаги аниқ сабаб-оқибат муносабатларини ўрнатишни қийинлаштиради.

Қисқа муддатли самарасига қарамай, алмашув курсини муттасил қадрсизлантириб бориш иқтисодиётда хатарли оқибатларни юзага келтириши мумкин.

⁹ Rodrik, D., 2008. The real exchange rate and economic growth: theory and evidence. Brookings Pap. Econ. Act. 365–412.

¹⁰ Giles, Judith A., and Cara L. Williams. 2000. "Export-led Growth: A Survey of the Empirical Literature and Some Non-Causality Results, Part 1." Journal of International Trade and Economic Development, 9(3): 261-337.

Аадитя Матоо ва Арвинд Субраманиан (2008)¹¹га кўра миллий валютани қадрсизлантириб борилиши экспортни субсидиялаш ва импортга тариф ўрнатишга қиёсланади. Натижада, савдо ҳамкорлар ҳам жавоб тариқасида ўз ташқи савдо сиёсатини ўзгартиради. Бунинг оқибатида нарх борасида эришилган қисқа муддатли устунлик йўқолади (Фреунд ва Пиерола 2008)¹². Ўз навбатида, мазкур икки томонлама ҳаракатлар ташқи савдо ҳажми ва самарасига салбий таъсир этмай қолмайди. Бу эса ўрта ва узоқ муддатда савдо муҳитига зарар етказиши мумкин (Генри, 2008)¹³. Ушбу сиёсат савдо низоларига олиб келиши, халқаро муносабатларга зарар етказиши ва тарифлар ёки бошқа савдо тўсиқларига сабаб бўлиши мумкин. Вақт ўтиши билан бу можаролар глобал савдо тизимини беқарорлаштириши ва экспортга асосланган ўсиш стратегиясининг умумий самарасини йўққа чиқариши мумкин.

Бундан ташқари, миллий валютанинг қадрсизлантирилиши ички иқтисодиётда инфляцион босим яратади. Қадрсизлантирилган алмашув курси натижасида юзага келган инфляцион босим нафақат импорт, балки таркибидаги хорижий хомашё, асбоб-ускуна ва бошқа омиллар орқали маҳаллий маҳсулотлар нархига ҳам кўчади. Юқори инфляция реал даромадларни ва ўз навбатида истеъмолчиларнинг харид қобилиятини пасайтиради. Натижада, узоқ муддатли инвестициялар учун мавжуд ресурслар чекланади. Бу таъсир иқтисодиётни беқарорлаштириши ва узоқ муддатли ўсиш потенциалини пасайишига олиб келиши мумкин.

Қайд этиш лозимки, реал алмашув курси тартибга солиш имконияти остида бўлмаган турли фундаментал омиллар таъсирида шаклланади. Натижада, алмашув курсининг маълум даражада қадрсизлантириб борилишига уринишлар вақт ўтиши билан қийинлашиб боради ва кутилмаган оқибатларга олиб келиши мумкин (Родрик, 2006).

Шунингдек, Рафаэль ва Рибеиро (2020)¹⁴ даромад тақсимоти ва технологик имкониятлар каби омиллар ҳисобга олинганда алмашув курси қадрсизланишининг иқтисодий ўсишга бевосита таъсири статистик жиҳатдан аҳамиятсиз эканлигини таъкидлайди. Марсел Шродер (2013)¹⁵ тадқиқотидаги эмпирик далиллар ҳам валютанинг қадрсизланиши ишончли ва узоқ муддатли ривожланиш сиёсати эмаслигини тасдиқлайди.

¹¹ Mattoo, Aaditya, and Arvind Subramanian. 2008. "Currency Undervaluation and Sovereign Wealth Funds: A New Role for the World Trade Organization." Peterson Institute for International Economics Working Paper 08-2.

¹² Freund, Caroline, and Martga D. Pierola. 2008. "Export Surges: The Power of a Competitive Currency." World Bank Policy Research Working Paper 4750.

¹³ Henry, Peter B. 2008. "Comments on Dani Rodrik: The Real Exchange Rate and Economic Growth." Brookings Papers on Economic Activity 2.

¹⁴ Rafael S.M. Ribeiro 2020. "Does real exchange rate undervaluation really promote economic growth?" Structural Change and Economic Dynamics 52 (2020) 408–417.

¹⁵ Marcel Schröde. 2013. "Should developing countries undervalue their currencies?" Journal of Development Economics 105 (2013) 140–151.

Алмашув курси девальвацияси шокининг иқтисодий кўрсаткичларга таъсири

Ушбу таҳлилда Ўзбекистон иқтисодиёти учун ишлаб чиқилган DSGE модели ёрдамида миллий валютани бир марта 10 фоизга қадрсизлантириш ва шок таъсири беш йил давомида сақлаб туриш симуляция қилинди ва импульс таъсир функциялари орқали турли макроиқтисодий ўзгарувчилар вақт ўтиши билан ушбу шок таъсирида дастлабки ҳолатига нисбатан қандай ўзгариши ўрганилди.

Инфляция. Алмашув курси девальвацияси импорт инфляцияси орқали умумий инфляцияга бевосита ва билвосита оширувчи таъсир кўрсатади. Бунда, бевосита таъсир истеъмом саватидаги импорт маҳсулотлари ва хизматлар нархлари орқали намоён бўлади ва ушбу таъсир кўлами импорт маҳсулотлари улушига мос равишда шаклланади. Билвосита таъсири эса маҳаллий маҳсулот ва хизматларни ишлаб чиқариш билан боғлиқ импорт хомашёлари ва асбоб-ускуналар нархлари орқали вужудга келади. Бунда, миллий валюта қадрсизланишининг инфляцияга билвосита таъсир доираси импорт ўрнини босувчи муқобил маҳаллий ишлаб чиқариш омиллари мавжудлиги даражасига боғлиқ равишда шаклланади. Шу билан бирга миллий валютани доимий қадрсизлантириб бориш юқори инфляцион кутилмаларга сабаб бўлади ва бу, ўз навбатида, узоқ муддат давомида юқори инфляцион босим шаклланишига олиб келади.

Асосий ставка. Девальвация натижасида юзага келган юқори инфляцион босимга жавоб тариқасида Марказий банк асосий ставкани ошириш орқали иқтисодиётда молиявий шароитларни қатъийлаштиради, бу ўз навбатида ялпи талаб қисқариши ва иқтисодий фаоллик пасайишига олиб келади.

Реал алмашув курси ва экспорт. Реал алмашув курси дастлаб номинал алмашув курси ҳисобига қадрсизланади. Миллий валюта девальвацияси эвазига жами экспорт ўсишининг жадаллашуви фонида экспортнинг рақобатбардошлиги яхшилангандек акс этади ва иқтисодиётни вақтинча маълум бир даражада фаоллаштиради. Лекин девальвация таъсири бошқа нархларга ўтиши орқали умумий инфляцияни ошириши билан реал алмашув курси дастлабки ҳолатига қайтади ва ташқи бозорда нарх борасидаги эришилган сунъий устунлик таъсири тугайди.

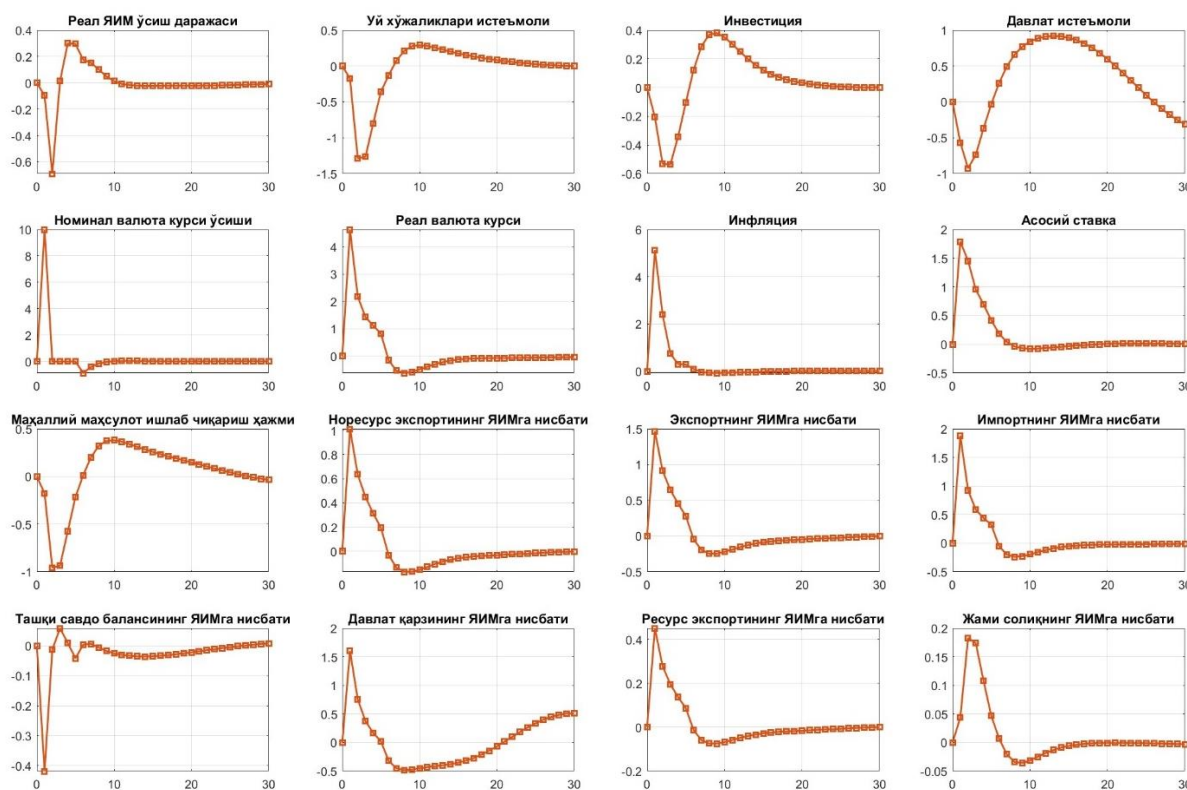
Импорт. Юқори импорт нархларига қарамай, умумий импортнинг ЯИМга нисбати ошади. Бир томондан, импорт ўрнини босувчи муқобил маҳаллий хомашё ва технологиялар етишмаслиги ҳамда истеъмом маҳсулотларига талабнинг эластиклик даражаси пастлиги импорт харажатларига оширувчи босим яратади. Иккинчи томондан, қўшимча экспорт товарларини ишлаб чиқариш учун янада кўпроқ импорт хомашё талаб этилиши ҳисобига импорт харажатлари ялпи ички маҳсулотга нисбатан тезроқ ўсади.

Савдо баланси. Савдо балансининг ялпи ички маҳсулотга нисбатидаги дастлабки пасайиши, кейинчалик ўсиши одатий тузатиш даврини акс эттиради. Дастлаб, юқори импорт харажатлари ва экспорт ошишида мумкин бўлган кечикишлар савдо балансини ёмонлаштириши мумкин.

Вақт ўтиши билан экспорт ҳажмининг ўсиши ва импорт харажатларининг барқарорлашиши натижасида савдо баланси ЯИМга нисбатан яхшиланади. Бунда вақт ўтиши билан савдо баланси шок юз беришидан олдинги ҳолатига қайтади.

Уй хўжалиги истеъмоли. Юқори инфляция аҳолининг реал даромадини қисқартириб харид қобилиятини пасайтирса, асосий ставка ошиши натижасида қарз олиш қимматлашиши истеъмол ҳажмининг қисқаришига олиб келади. Узоқ муддатда инфляция ва фоиз ставкалари барқарорлашиши шарти билан уй хўжалиқларининг истеъмоли ҳам тиклана бошлайди.

1-расм. Девальвация шокининг иқтисодий таъсири



Манба: Модель натижалари.

Инвестиция. Юқори инфляция натижасида келиб чиқадиган ноаниқлик ва юқори қарз харажатлари ҳисобига инвестициялар қисқаради. Молиялаштириш манбалари қимматлашиши фонида фирмаларнинг янги лойиҳаларга сармоя киритиши камаяди. Юқори тебранувчан алмашув курси таъсирида ташқи инвестиция оқими ҳам камайиб боради. Бу ҳолат инфляция назорат остига олиниб, пул-кредит шароитлари юмшаши натижасида иқтисодий барқарорлик яхшилангунча давом этади.

Маҳаллий маҳсулотлар ишлаб чиқариш ҳажми. Маҳаллий ишлаб чиқарувчилар девальвация туфайли импорт қилинадиган хомашё ва асбоб-ускуналар учун юқори харажатларга дуч келишади ва мос равишда маҳаллий ишлаб чиқариш қисқариши кузатилади. Бу орқали фирмалар юқори ишлаб чиқаришнинг харажатлари ва таъминот занжиридаги эҳтимолий зурилишларга мослашади.

Реал ЯИМнинг ўсиши. Истеъмол, инвестициялар ва савдо баланси ҳажмининг қисқариши реал ЯИМ ўсишининг секинлашишига олиб келади. Дастлаб, ички талабнинг пасайиши иқтисодий фаолликка катта таъсир қилади. Қадрсизлантирилган миллий валюта сабабли, ташқи талаб ички шароитнинг қисқариши ҳисобига вақтинча ошиб боришига қарамасдан узоқ муддатда дастлабки ҳолатига қайтади.

Умумий солиқлар. Экспорт тушуми ошиши билан экспортчилар миллий валютада юқори даромад кўрадилар ва мос равишда улардан олинadиган солиқ тушумлари ва импорт ошиши эвазига импорддан солиқлар тушуми ҳам ошади. Шу билан бирга, инфляция ошиши билан уй хўжалиқларининг реал даромадлари ва истеъмоли қисқариши натижасида реал ҳисобда бошқа солиқлар камаяди. ЯИМга нисбатан жами солиқ тушумларининг ўсиши, агар уй хўжалиқлари истеъмоли камайганига қарамай, солиқ базаси мустаҳкам бўлиб қолса, товарлар экспортёрларидан солиқ тушумлари ва ташқи савдо ошиши натижасида юзага келади.

Давлат истеъмоли. Инфляциянинг ошиши ва давлат реал даромадларининг қисқариши натижасида давлат истеъмолининг пасайиши фискал тузатишларни талаб қилади. Миллий валюта девальвацияси ва асосий ставка ошиши натижасида мавжуд ташқи ва ички қарзларга хизмат кўрсатиш харажатлари ошади. Натижада, солиқ тўловлари ҳисобига шаклланган қўшимча ресурсларнинг асосий қисми қарз тўловига йўналтирилади. Бу эса, ўз навбатида, давлат истеъмоли камайишига сабаб бўлади.

Давлат ташқи қарзи. ЯИМнинг хорижий валютадаги қиймати девальвация ҳисобига камаяди ва бу давлат ташқи қарзининг ЯИМга нисбати ошишига асосий сабаблардан бири ҳисобланади. Ташқи қарзнинг ЯИМга нисбати ошиши эса мамлакатга нисбатан хатар мукофотини ошириши натижасида янги олинadиган қарзлар учун фоиз ставкасига оширувчи босим яратади.

Қадрсизлантирилган алмашув курси экспортни янада рақобатбардош қилиш орқали иқтисодий ўсишга вақтинчалик туртки бериши мумкин бўлса-да, унинг ижобий таъсири қисқа муддатли ҳисобланиб, чекланган хусусият ва жиддий камчиликларга эга.

Миллий валюта қадрсизланишидан олинган дастлабки манфаат келгуси даврда инфляциянинг ортиши, унга жавобан пул-кредит шароитларининг қатъийлаштирилиши таъсирида иқтисодий ўсишнинг пасайиши, инвестицияларнинг қисқариши, импорт харажатлари ва давлат қарзининг юқори ўсиши каби оқибатлар таъсирида йўққа чиқади. Узоқ муддатли кумулятив макроиқтисодий таъсири эса салбий бўлади ва бир қатор номутаносибликларни юзага келтиради.

Бундан ташқари, реал алмашув курсининг эндоген табиати ва эмпирик далиллар шуни кўрсатадики, иқтисодий ривожланишнинг асосий воситаси сифатида валюта қадрсизланишига таяниш хатарли ёндашув ҳисобланади. Узоқ муддатли барқарор иқтисодий фаровонликка эришишда институционал фаолият самарадорлиги ва инновацияларни рағбатлантиришга қаратилган таркибий ислохотлар муҳим аҳамият касб этади.

Фискал сиёсат устунлигининг макроиқтисодий оқибатлари

Давомий юқори фискал тақчиллик марказий банклардан қийин танловларни амалга оширишни талаб қилади. Масалан, юқори фискал тақчиллик сабабли юзага келган инфляцион босимни пасайтириш учун асосий ставканинг оширилиши давлат қарзи ва фоиз ставкаларининг кўтарилиши орқали қарзга хизмат кўрсатиш харажатлари ва инвестициянинг қимматлашишига олиб келади. Бу эса бюджет балансига бўлган босимнинг ўсишига ва иқтисодий фаолликнинг пасайишига сабаб бўлиши мумкин. Шу нуқтаи назардан, фискал сиёсат устунлигининг макроиқтисодий оқибатларини англаш жуда муҳим ҳисобланади.

Фискал сиёсат устунлиги (ФСУ) тушунчаси хусусида турли қарашлар мавжуд бўлиб, маълум бир консенсусга келинмаган. Баъзи адабиётларда ФСУ марказий банкнинг қонунларда белгиланган чегаралардан ташқари ҳукуматни молиялаштириши деб тушунилса¹⁶, бошқаларида ФСУ инфляцияни назорат қилишга қаратилган пул-кредит сиёсатининг самарали амалга оширилишига тўсқинлик қиладиган чора-тадбирлар мажмуаси сифатида таърифланади¹⁷. Пул-кредит сиёсатининг самарали амалга оширилишига тўсқинлик қилиниши деганда марказий банк нархлар барқарорлигига эришиш учун нафақат пул-кредит сиёсати инструментларидан эркин фойдалана олиш қобилиятининг чекланиши, балки, фискал сиёсатнинг таъсирига доимий равишда қарши туришга мажбур бўлиши ҳам тушунилади.

Умуман олганда, фискал сиёсат устунлиги ҳар қандай фискал сиёсат ҳаракатларининг пул-кредит сиёсати билан қўллаб-қувватланишини англатади.

Халқаро тажрибада ФСУнинг макроиқтисодий оқибатлари бўйича бир қатор тадқиқотлар амалга оширилган бўлиб, улар методологик жиҳатлари, макроиқтисодий кўрсаткичлар тўпламлари ва қамраб олинган давлатлар хусусиятидан келиб чиқиб бир-биридан фарқланади. Шундай бўлса-да, аксарият тадқиқотларда ФСУнинг макроиқтисодий оқибатлари бўйича бир-бирига яқин хулосаларга келинган. Хусусан, ФСУ шароитида асосий иқтисодий кўрсаткичларнинг ўзаро таъсирчанлиги пул-кредит сиёсати устунлиги¹⁸ (ПСУ) шароитида кузатиладиган даражадан юқориқлиги таъкидланади. Яъни, пул-кредит сиёсати устунликка эга бўлган иқтисодиётлар ички ва ташқи шокларга нисбатан кўпроқ ҳимояланган ва барқарор бўлади.

¹⁶ Hooley, J. et al.. 2021. "Fiscal Dominance in Sub-Saharan Africa Revisited." IMF Working Paper, January: 5.

¹⁷ Mercedes Da Costa and Víctor Olivo. 2008. "Constraints on the Design and Implementation of Monetary Policy in Oil Economies: The Case of Venezuela." IMF Working Paper, June: 4-5.

¹⁸ Пул-кредит сиёсати устунлиги деганда "пул-кредит сиёсатини амалга оширувчи ташкилот ўз ҳаракатларини биринчи амалга ошириши ҳамда мақсадларига эришиш учун инструментларидан эркин фойдалана олиши" тушунилади. Бунда, фискал сиёсат келгусида кутилаётган дефицит ёки профицитни тўлов қобилиятини ҳисобга олган ҳолда белгилайди.

Мисол учун, Райан Банерджи ва бошқалар¹⁹ (2023) ривожланган иқтисодиётлар мисолида инфляция билан боғлиқ рискларни фискал ва пул-кредит сиёсатининг турли режимлари мисолида ўрганиб, ФСУ шароитида инфляциянинг ЯИМ ўсишига нисбатан таъсирчанлиги ПСУ шароитидагига нисбатан уч барабар юқорилиги тўғрисида хулоса қилган. Шунингдек, инфляция ва юқори бюджет дефицити ўртасидаги боғлиқлик ФСУ ҳолатида сезиларли даражада баландроқ бўлиши аниқланган. Тадқиқотда ушбу ҳолатда марказий банк мустақиллиги аҳамияти жуда муҳимлиги таъкидланиб, марказий банк мустақил бўлган шароитда бюджет дефицити самарали чоралар ҳисобига юқори инфляцияга олиб келмаслиги аниқланган.

Умуман олганда, иқтисодий сиёсат чораларининг инфляцион оқибатлари ФСУ режимида, яъни ҳукумат қарз ва дефицит даражасини барқарор ушлашга, пул-кредит сиёсати эса инфляцияни назорат қилишга етарли эътибор қаратмаган шароитда кучлироқ кузатилади.

Юқорида таъкидлаб ўтилганидек, ФСУ шароитида марказий банкнинг пул-кредит сиёсати инструментларидан эркин фойдалана олиш қобилияти чекланади. Бу, асосан, иқтисодиётда давлат қарзи ва бюджет тақчиллиги юқорилиги ёки доимий ўсиб бориши шароитида кузатилади. Мисол учун, асосий ставканинг оширилиши фоиз ставкаларининг кўтарилиши орқали банк кредитлари ва истеъмолнинг қисқаришига, натижада иқтисодиётда инфляцион босимнинг пасайишига олиб келади.

Шу билан бирга, юқори ставкалар қарзга хизмат кўрсатиш харажатларининг ошишига ва натижада бюджет дефицитининг янада кенгайишига сабаб бўлиши мумкин. Агар инфляциянинг келиб чиқиш сабаби бюджет дефицити билан боғлиқ бўлса ва пул-кредит сиёсати ФСУ билан чекланса, марказий банк фоиз ставкаларини сунъий равишда ушлаб туришга мажбур бўлади. Бу эса инфляция спиралини янада кучайишига олиб келади.

Бюджет дефицити ва инфляция ўртасида ижобий боғлиқлик мавжудлигидан келиб чиқилса, Сарджентнинг²⁰ (2013) “юқори, ўзгарувчан ва доимий инфляция ҳар доим ва ҳар жойда марказий банк монетар шерик бўлган фискал ҳодисадир” деган фикрининг аҳамияти янада ошади. Шу сабабли, фискал сиёсат устунлиги иқтисодий барқарорликка жиддий таҳдид ҳисобланиб, фискал ва пул-кредит органлари ўртасида ўзаро мувофиқлашган сиёсат юритишни талаб қилади.

Баъзи тадқиқотларда ФСУ миллий валютанинг қадрсизланишига олиб келиши ҳам қайд этилган¹⁸. Хусусан, Африка давлатлари мисолида ҳукуматга ажратилган марказий банк кредитларининг ЯИМга нисбатан бир фоиз бандга ёки ўртача бюджет даромадларига нисбатан беш фоиз бандга ошиши валюта курсининг бир фоизга қадрсизланишига олиб келади.

¹⁹ Banerjee, R. et al.. 2023. “Fiscal deficits and inflation risks: the role of fiscal and monetary regimes.” BIS Working Papers, July: 15-19.

²⁰ Sargent, T. J.. 2013. Rational Expectations and Inflation. New Jersey: Princeton University Press.

Шунингдек, узоқ муддатли қарзлар ҳисобидан молиялаштириладиган харажатлардаги ижобий шоклар ФСУ шароитида ЯИМ ўсишига кучлироқ таъсир қилиши, вақт ўтиши билан эса инфляция ва фоиз ставкаларининг кўтарилишига сабаб бўлиши таъкидланади²¹. Чунки ФСУ режимида фоиз ставкаларининг инфляция кўтарилишига нисбатан реакцияси бироз кечроқ ва кучсизроқ кузатилади²². Бу эса харажатлар шокининг ЯИМга кучлироқ таъсир қилишига ва давлат қарзининг ЯИМга нисбати пастроқ шаклланишига замин яратади. Шундай бўлса-да, ушбу ҳолатлар вақт ўтиши билан марказий банкка бўлган ишончни пасайтириб, келгусида инфляцион кутилмаларнинг ўсиши бўйича рискларнинг ортишига олиб келиши мумкин.

Ўзбекистон шароитида Марказий банкнинг давлат бюджетини молиялаштириши қонунчилик билан тақиқланган. Бироқ, сўнгги йилларда кузатилаётган юқори фискал тақчиллик инфляцияга ва ташқи савдо балансига салбий таъсир кўрсатмоқда. Узоқ муддатли макроиқтисодий барқарорликни таъминлаш вазифаси интизомли бюджет-солиқ сиёсати юритишни ва фискал тақчилликни сезиларли пасайтиришни тақозо этади.

²¹ Bonam, D. et al.. 2024. "Challenges for monetary and fiscal policy interactions in the post-pandemic era." ECB Occasional Paper Series, February: 38-39.

²² Бу асосан ФСУ сабабли марказий банк ҳаракатларининг чекланганлиги билан боғлиқ.

III. ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ САМАРАДОРЛИГИНИ ОШИРИШНИНГ УСТУВОР ЙЎНАЛИШЛАРИ

3.1. Пул-кредит сиёсати инструментларини такомиллаштириш истиқболлари

Ўрта муддатли истиқболда ҳам Марказий банк пул-кредит сиёсатини инфляцион таргетлаш режимига ўтказиш бўйича ишларни фаол давом эттириб, пул-кредит сиёсати инструментларини такомиллаштириш ҳамда операцион механизмни илғор хориж тажрибасига мувофиқлаштириш бўйича чораларни кўриб боради. Бунда асосий эътибор, пул-кредит сиёсати трансмиссион механизми, шу жумладан, **фоиз канали таъсирчанлигини оширишга** қаратилади. Амалга ошириладиган чора-тадбирлар бир нечта муҳим йўналишларни ўз ичига олади.

Ликвидлик жалб этиш бўйича асосий операцияларни секьюритизация қилиш. Банк тизими ликвидлигининг профицит ҳолатида Марказий банк мазкур қўшимча ликвидликни самарали жалб этиш (стерилизация қилиш) орқали пул бозори фоиз ставкаларини бошқаради. Бунда, **1 ҳафталик депозит аукционлари** ликвидликни жалб этишнинг асосий инструменти ҳисобланади. Ушбу инструмент таъсирчанлигини ошириш мақсадида 2022 йилда **“тўлиқ қопланадиган ўзгармас фоиз ставкали”** механизмга ўтказилган эди. Марказий банк депозит аукционлари орқали банк тизимидаги ортиқча ликвидликни қисқа муддатга стерилизация қилади ва мазкур муддатли депозитлар учун шаклланиган пул бозори ставкаларини асосий ставка даражасида шаклланишига замин яратади.

Бироқ, инструментнинг **гаров билан таъминланмаганлиги** унга бўлган талабнинг паст шаклланишига сабаб бўлмоқда. Тижорат банклари ўзларида мавжуд ортиқча ликвидликни, асосан, **Марказий банк облигациялари** ва **овернайт депозит операциялари** орқали бошқариб келмоқда. Мазкур ҳолат, қўшимча ликвидликни жойлаштиришда банкларнинг гаров жалб этишга бўлган эҳтиёжи билан ифодаланади.

Депозит аукционларига бўлган талабни ошириш ва унинг ликвидликни жалб этишнинг асосий инструменти сифатида ишлашини таъминлаш мақсадида **секьюритизациялаш (қарз қимматли қоғози билан таъминлаш)** режалаштирилган.

Бунда, гаров билан таъминлашнинг бир қатор механизмлари мавжуд бўлиб, халқаро тажрибадан келиб чиқиб **1 йилгача муддатли Марказий банк облигацияларини** муомалага чиқарган ҳолда (*тижорат банклари ўртасида жойлаштирмасдан*) Марказий банк балансида сақлаш ва депозит аукционларини **тескари РЕПО аукцион** кўринишида ташкил этиш мўлжалланган.

Мазкур механизмнинг жорий депозит аукционидан афзаллиги, 1 ҳафталик давр мобайнида тижорат банкига ликвидлик зарур бўлганда **гаровга олинган** Марказий банк облигациясини **сотиш ёки иккиламчи РЕПО орқали** маблағ жалб этиш имконияти билан изоҳланади. Тескари РЕПО аукцион Марказий банкнинг ҳозир ўтказаетган депозит операциялари каби бўлиб, тўлиқ қопланадиган (*лимитларсиз*) ўзгармас фоиз ставкали аукцион тарзида **асосий ставка даражасида** амалга оширилади.

Депозит аукционларининг секьюритизация қилиниши пул-кредит операциялари самарадорлигининг ортиши ҳисобига пул-кредит сиёсати трансмиссиясининг яхшиланишига, таркибий ликвидлик профицити шароитида тижорат банклари гаров базасининг кенгайишига ва банклараро пул бозорида таъминланган операциялар улушининг ортишига хизмат қилади.

Марказий банк облигациялари эмиссион фаоллигини ошириш. Юқоридаги таъкидланган, **депозит аукционлари секьюритизацияси** ҳамда жорий йил 1 сентябрдан йўлга қўйилган **давлат қимматли қоғозлари бўйича даромадлилик эгри чизиғининг** ҳафталик шаклантириб борилиши Марказий банк облигацияларини **доимий муомалага чиқаришни** тақозо этади.

Тескари РЕПО аукционлари учун муомалага чиқариладиган Марказий банк облигациялари, улар бўйича **юқори ликвидликни таъминлаш** ҳамда гаров мулкидан **иккиламчи фойдаланиш** имкониятини кенгайтириш мақсадида **бенчмарк облигациялар** кўринишида муомалага чиқарилади. Бу, хусусан, бир маротабада **катта ҳажмдаги** облигацияларни муомалага чиқариб, Марказий банк балансида сақлаб туришни ва талабга мувофиқ тескари РЕПО аукционларини амалга оширишни ўзида ифода этади.

Даромадлилик эгри чизиғининг **қисқа муддатли сегментини** шаклантириш мақсадида Марказий банк облигацияларининг муомалага чиқарилиши эса, **кам ҳажмли, турли муддатли қимматли қоғозларни доимий равишда** эмиссия қилиб боришни назарда тутди.

Аксарият хорижий давлатлар амалиётида ҳам даромадлилик эгри чизиғининг қисқа муддатли сегменти Марказий банк облигациялари ва узоқ муддатли сегменти ҳукумат облигациялари даромадлилиги ҳисобига шаклланади.

Кичик ҳажмли Марказий банк облигацияларининг олдиндан белгиланган график асосида доимий муомалага чиқариб борилиши, унга бўлган етарли талабнинг шаклланишига хизмат қилади. Натижада, ушбу эмиссиялар бўйича **даромадлиликнинг юқори чегарасига ўрнатилган лимитларни қўлламаслик** ва даромадлиликнинг тўлиқ бозор иштирокчилари кутилмалари асосида шаклланишини таъминлаш имконияти юзага келади.

Пул-кредит сиёсати операцияларини амалга ошириш қоидалари ҳамда пул ва РЕПО бозорлари бўйича меъёрий ҳужжатларни такомиллаштириш.

Мазкур йўналишда Халқаро валюта жамғармаси ҳамда Европа тикланиш ва тараққиёт банкининг техник кўмак миссиялари ва хорижий экспертлар иштирокида меъёрий ҳужжатлар **юридик аудитдан** ўтказилади ҳамда зарурий ўзгартиришлар киритилади.

Банклараро пул ва РЕПО бозорларини тартибга солишга мўлжалланган Низомлар пул-кредит сиёсатини инфляцион таргетлаш режимига ўтказишнинг фаол фазаси бошланишидан олдин қабул қилинган бўлиб, ушбу режим стандартларига мувофиқлаштириш орқали бозорлар фаоллигини янада ошириш, шу жумладан, бозор иштирокчилари учун етарли қулайликлар яратиш нуқтаи назаридан қайта кўриб чиқилиши назарда тутилмоқда.

Пул бозори амалиётлари бўйича бенчмарк фоиз ставкасини қайта кўриб чиқиш ва ҳисоблаш базасини кенгайтириш. Пул бозорининг UZONIA бенчмарк фоиз ставкасини ҳисоблаш ва эълон қилиш бўйича методология 2022 йилнинг июль ойида тасдиқланган бўлиб, банклараро РЕПО бозори фаол бўлмаганлиги сабабли UZONIA фақатгина **таъминланмаган депозит операциялари** асосида ҳисобланмоқда.

Бироқ, 2023 йилнинг баҳоридан бошлаб банклар ўртасида РЕПО операциялари ҳажмининг кескин ошиши кузатилиб, бугунги кунда РЕПО амалиётларининг жами пул бозоридаги улуши **қарийб 60 фоизга** етмоқда. Ушбу шароитда, пул бозори бенчмарк фоиз ставкасини ҳисоблашда таъминланган операцияларни ҳам ҳисобга олиш зарурияти юзага келмоқда.

Бунда, бенчмарк фоиз ставкасининг асосий фойдаланувчиси тижорат банклари эканлигини инобатга олиб, UZONIAни ҳисоблаш методологиясини такомиллаштириш ва ҳисоблаш базасига РЕПО операцияларини қўшиш масаласи Европа тикланиш ва тараққиёт банки мутахассислари иштирокида йўлга қўйилган **“Пул бозори ишчи гуруҳи”нинг чораклик йиғилишларида** муҳокама қилиниши кўзда тутилган.

Мажбурий захиралаш талабларини такомиллаштириш. Банк тизими мажбуриятларининг долларлашуви даражасини пасайтиришга қаратилган чора-тадбирларни давом эттириш ва тижорат банклари учун мажбурий захиралаш меъёрини **халқаро тажриба асосида** такомиллаштириш мақсадида **2025-2030 йилларда** тижорат банклари мажбуриятларини мажбурий захиралаш талаби билан қамраб олиш даражасини босқичма-босқич ошириб бориш, тижорат банкларига қўшимча юкломани пасайтириш мақсадида хорижий валютадаги мажбуриятлар бўйича мажбурий захиралаш талабини мос равишда пасайтириш, хорижий валютадаги мажбуриятлар бўйича мажбурий захиралаш талабини банкларнинг ихтиёрига кўра миллий ёки хорижий валютада шакллантириш имкониятини яратиш кўзда тутилмоқда.

Мажбурий захиралаш инструментининг пул-кредит сиёсатини амалга оширишда қўлланилиши бўйича батафсил таҳлилий маълумот 9-иловада келтирилган.

Банк тизими ликвидлигини фавқулодда қўллаб-қувватлаш. Марказий банкнинг ликвидликни тақдим этиш бўйича **сўнгги инстанция** функциясини бажаришининг **меъёрий-ҳуқуқий асосини** яратиш мақсадида Халқаро валюта жамғармаси кўмагида **“Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг тижорат банклари ликвидлигини фавқулодда қўллаб-қувватлаш тартиби тўғрисида”ги Низоми** ишлаб чиқилади.

Мазкур Низом асосида **вақтинчалик ликвидлик тақчиллиги** юзага келган **тўловга қобилиятли ва барқарор** тижорат банклари тўловлар узлуксизлигини таъминлаш мақсадида Марказий банкдан активлар гарови асосида қисқа муддатли ликвидлик жалб этиш имкониятига эга бўлади. **Молиявий барқарорлик инструменти** ҳисобланса-да, ушбу механизмнинг йўлга қўйилиши банкларнинг ҳар қандай вазиятда ҳам Марказий банкдан ликвидлик жалб этишга бўлган ишончининг ортишига хизмат қилади. Натижада, пул бозорида қисқа муддатли маблағлар нархининг шаклланишида **“ликвидлик**

мукофоти”нинг қисқаришига ва **фоиз ставкаларининг пасайишига** хизмат қилади.

ХВЖдан жалб этилаётган мазкур техник кўмак дастурининг навбатдаги босқичида **“Гаров механизми”ни** ҳам ишлаб чиқиш режалаштирилган бўлиб, бу нафақат фавқулодда ликвидлик инструменти, балки пул-кредит сиёсати операциялари учун ҳам гаров мулкани жалб этиш ва чегирмаларни қўллаш тартибини белгилаб беради.

Пул-кредит сиёсати амалга оширилиши бўйича коммуникацияни кенгайтириш. Пул-кредит сиёсати инструментлари ва операцияларининг давомий такомиллаштириб борилиши ҳамда банклараро пул бозорларини ривожлантириш бўйича кўрилаётган чоралар кўлами уларни бозор иштирокчиларига ва кенг жамоатчиликка ўз вақтида ва тушунарли тилда етказишни тақозо этади. Ўрта муддатли истиқболда, **коммуникация шаффофлигини ошириш** ҳамда эълон қилинадиган **маълумотлар ва статистик кўрсаткичлар кўламини кенгайтириш** мақсад қилинган.

Бунда, бозорнинг асосий иштирокчилари сифатида тижорат банклари билан доимий мулоқот каналлари йўлга қўйилади ва **семинар-тренинглар** орқали амалга оширилаётган ўзгартиришлар бўйича батафсил маълумот бериб борилади. Асосий мақсад, пул-кредит операцияларининг мақсади ва вазифаларини бозор иштирокчиларига етказиш ҳамда уларнинг ушбу инструментлардан фаол фойдаланишини таъминлаш орқали **пул-кредит сиёсати трансмиссияси самарадорлигини ошириш** ҳисобланади.

Пул-кредит сиёсатида хатарларни бошқариш ёндашуви

Сўнги йилларда глобал иқтисодиётдаги ноаниқликларнинг кучайиши (*глобал иқтисодий шоклар, геосиёсий зиддиятлар, молиявий инқирозлар ва технологик тараққиёт*) пул-кредит сиёсати бўйича қарорлар қабул қилишда маълум қийинчиликларни юзага келтирмоқда.

Натижада, айрим марказий банкларда асосий ставкалар бўйича қарорлар қабул қилишда энг юқори эҳтимолликка эга сценарий (*одатда, базавий сценарий*) бўйича эмас, балки ихтиёрий сценарий шароитида ҳам салбий оқибатларни минималлаштиришга²³ асосланган хатарларни бошқариш ёндашуви шаклланиб бормоқда.

Марказий банк мақсадларининг таъминланишига таъсир кўрсатиши мумкин бўлган хатарларни аниқлаш, уларнинг таъсир кўламини баҳолаш ва салбий оқибатларини камайтириш чораларини кўриш ушбу ёндашувнинг муҳим ва ажралмас қисми ҳисобланади.

Шу билан бирга, эҳтимолий хатар ва ноаниқликларнинг нотўғри баҳоланиши ва шу асосида қарорлар қабул қилиниши макроиқтисодий барқарорликни издан чиқариши мумкин. Хусусан, аксарият етакчи давлатлар 2021 йилда юзага келган инфляцион жараёнларни қисқа муддатли характер касб этишини таъкидлаб, фоиз ставкаларини оширишни кечиктирганликлари кейинчалик инфляция даражасининг узоқ вақт давомида юқори даражада сақланиб қолишига ва иқтисодий ривожланишдаги йўқотишлар кўламининг чуқурроқ бўлишига олиб келди.

Хатарларни аниқлашда ишончли ва ўз вақтида олинган маълумотлар жуда муҳим ва уларнинг етишмовчилиги ёки макроиқтисодий кўрсаткичлар фундаментал йўналишининг бузилиши пул-кредит сиёсати соҳасидаги қарорлар тўғрилигига ва таъсирчанлигига салбий таъсир кўрсатиб, кейинчалик иқтисодий мувозанатнинг бузилишига олиб келиши мумкин.

Хатарларни баҳолашда турли эконометрик моделлар, макро стресс-тестлар ва сценарийларга асосланган таҳлиллардан фойдаланилади. Сценарийга асосланган таҳлиллар турли омилларнинг ўзаро боғлиқлиги ва макроиқтисодий барқарорликка эҳтимолий таъсирини таҳлил қилиш учун бир нечта, бир хил эҳтимолликка эга сценарийларни шакллантиришни ўз ичига олади. Стресс-тест ҳам сценарий таҳлилининг ўзига хос шакли бўлиб, унда марказий банклар экстремал, аммо мумкин бўлган беқарор шароитларда молиявий тизимнинг бардошлилигини баҳолайди. Бу потенциал заифликларни тушунишга ва энг ёмон сценарийларга тайёргарлик кўришга ёрдам беради.

Хусусан, **АҚШ Федерал захира тизими (АҚШ ФЗТ), Европа Марказий банки, Янги Зеландия ва Канада** марказий банклари пул-кредит сиёсати қарорларини мувозанатлаштириш ва иқтисодий хатарларни бошқаришда ўз моделларида йўқотишлар функциясидан (*loss-function*) фойдаланади.

²³ Илмий тадқиқотларда ушбу вазият “қоронғу бурчакларни четлаб ўтиш” (“avoid the dark corners”) деб номланади ва асосий мақсад йўқотишларни минималлаштиришдан иборат.

Ушбу функциялар марказий банкларнинг мақсадлари, ҳар бир мамлакатнинг ўзига хос устуворликлари ва иқтисодий шароитларига қараб фарқ қилиши мумкин, аммо умумий элементлари инфляция, ЯИМ тафовути ва фоиз ставкаларининг ўзгариши ҳисобланади ($L=(\pi_t-\pi^*)^2+\lambda(y_t-y^*)^2+\mu(i_t-i_{t-1})^2$).

Йўқотишлар функцияси турли хил иқтисодий мақсадлар (*масалан, паст инфляция ва иқтисодий ўсиш*) ўртасидаги мувозанатнинг миқдорий баҳосини аниқлаш ва пул-кредит сиёсати қарорларини оптималлаштириш учун қўлланилади. Агар йўқотишлар функцияси қиймати пасайса, бу ставканинг танланган ўзгариши (*қиймати*) иқтисодиётни мақсадли даражаларга яқинлаштиришини кўрсатади.

Арманистон Марказий банки Макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлаш тизимининг янги авлодини (*FPAS Mark II*) жорий этиш доирасида пул-кредит сиёсати қарорларини қабул қилишда базавий сценарий тушунчасидан воз кечган ҳолда бир нечта тенг эҳтимолликка эга сценарийлардан фойдаланиш механизмини йўлга қўймоқда.

Бунда, инфляциянинг таргетидан юқорироқ шаклланишига олиб келиши мумкин бўлган талаб ва таклиф кесимидаги хатарлар бир сценарий шартларига киритилса, бошқа сценарий инфляциянинг таргетидан пасайиб кетишига олиб келиши мумкин бўлган хатарларга асосланади. Яқунда, пул-кредит сиёсати қарорлари ушбу сценарийлардан бирига асосланган бўлса-да, бошқа сценарийлар эҳтимоллик даражасини йўқотмайди ва жамоатчиликка кенг тарғиб қилинади.

Грузия Миллий банки макроиқтисодий ривожланишнинг базавий сценарийсини ишлаб чиқиш билан бир қаторда ушбу сценарий прогнозларига бир нечта хатарлар ва улар амалга ошган тақдирда пул-кредит сиёсатининг йўналиши қандай ўзгаришини батафсил ёритиб боради. Бунда, амалга ошиш эҳтимоли ёки инфляцияга таъсир кўлами юқорироқ бўлган хатар танлаб олинади ва ушбу хатар таъсирида асосий сценарийдаги вазиятнинг ўзгариши муқобил сценарий тариқасида ишлаб чиқилади. Макроиқтисодий ривожланишнинг ҳар иккала сценарий доирасида шаклланиши эҳтимоллиги тенг деб қаралади. Грузия миллий банки хатарларни бошқариш ёндашуви доирасида инфляцион кутилмаларнинг ўсишига нисбатан мурасасизлигини, уларнинг ўсишига олиб келадиган ҳар қандай сценарий шартлари амалга ошганда пул-кредит сиёсатини қатъийлаштириш ва зарурат бўлганида қўшимча инструментларни қўллаш орқали курашишини билдиради.

Венгрия Миллий банки асосий сценарий прогнозларини ва хатарларга асосланган бир нечта муқобил сценарийларнинг ушбу прогнозларга (*асосан, инфляция ва иқтисодий ўсишга*) таъсирларини эълон қилади. Бу юзага келиши мумкин бўлган иқтисодий ўзгаришларни аниқроқ баҳолаш ва пул-кредит сиёсати бўйича ҳар томонлама ўйланган қарорлар қабул қилиш имконини беради.

Хатарларни минималлаштириш. Хатарлар аниқланган ва баҳолангандан сўнг, марказий банклар уларни камайтириш бўйича стратегияларини ишлаб чиқади.

Бунда, марказий банклар томонидан инфляцияни бошқариш учун фоиз ставкалари ва бошқа пул-кредит сиёсати инструментлари қўлланилса, молия секторидаги тизимли хатарларни бартараф этиш учун капитал талабларини ўзгартириш ёки контрциклик буферларни киритиш каби макропруденциал чоралар қўрилиши мумкин.

Ушбу шароитларда, марказий банк қарорлари нафақат хатарлар манбасига, балки уларнинг таъсир кўлами ва давомийлигига ҳам асосланиши керак. Хусусан, шокларнинг кучлироқ ва барқарор бўлиши хавфи мавжуд бўлган ҳолларда, инфляцион жараёнлар талаб ёки таклиф омилларига боғлиқ бўлишидан қатъи назар, инфляцион кутилмаларни беқарорлаштириши ва натижада инфляцияни таргетидан узоқ муддатга четлашишига олиб келиши мумкин.

Шу сабабли, хатарларни самарали бошқариш марказий банклардан ҳеч қандай аралашувларсиз холис таҳлил асосида ўз вақтида таъсирчан чоралар кўриб бориш учун юқори даражадаги мустақилликни талаб этади.

Коммуникация ва шаффофлик. Марказий банклар мунтазам равишда хатарларни бошқариш механизмини ва сиёсат чораларини кенг жамоатчиликка очиклаб бориши ушбу ёндашувнинг ажралмас қисми ҳисобланади. Бу бозор иштирокчилари кутилмаларини бошқариш имконини беради ва марказий банкка бўлган ишончни мустаҳкамлайди.

Хатарларни бошқариш ёндашувини татбиқ қилган марказий банкларга кўра, макроиқтисодий ривожланишнинг эҳтимолий истиқболларини маълум бир сценарийга боғлаган ҳолда прогнозлаштириш ва бунда эҳтимолий хатоларни инобатга олмаслик, юқори ноаниқликлар даврида прогнозлар хатолик даражасини ошириши мумкин. Прогнозлардаги такрорланувчи хатоликларнинг ортиб бориши эса марказий банкларга бўлган ишончни камайишига ва олиб борилаётган сиёсат самарадорлигини пасайишига сабаб бўлади.

Айнан бир сценарийга устунлик бермаслик, эҳтимоллиги ва инфляцияга таъсири юқори бўлган барча хатарларни инобатга олиб, улар юзага чиқиши кузатилган тақдирда юз бериши мумкин бўлган салбий оқибатлар ҳамда пул-кредит сиёсатининг уларга жавоб реакцияси қандай бўлиши тўғрисида жамоатчиликни хабардор қилиб бориш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Қолаверса, аҳолининг эҳтимолий хатарлардан хабардорлиги, марказий банкларга ҳар қандай сценарий шароитларига қарорларини мослаштириш имкониятини бериши билан бир қаторда олиб борилаётган пул-кредит сиёсатига бўлган ишончни мустаҳкамлашга хизмат қилади.

Банк тизими умумий ликвидлиги динамикаси ва прогнози

Инфляцион таргетлаш режимида пул-кредит сиёсатининг операцион мақсади пул бозоридаги қисқа муддатли фоиз ставкаларни асосий ставкага яқин даражада шаклланишини таъминлаш ҳисобланади. Ушбу мақсадга эришиш учун Марказий банк тизимдаги ликвидликни самарали бошқариш амалиётини йўлга қўяди. Бунда, мажбурий захиралашнинг ўртачалаш талаби банклар томонидан сақлаб турилиши лозим бўлган меъёрий ликвидликни белгиласа, пул-кредит операциялари умумий ликвидликнинг белгиланган меъёрдан фарқланиш ҳолатларини (тафовутини) бошқариш имконини беради.

Пул бозоридаги фоиз ставкаларининг операцион мақсад доирасида шаклланишини таъминлашда банк тизими ликвидлигини қисқа ва узоқ муддатли прогноз қилиш, уни операциялар орқали самарали бошқариш ва фоиз ставкалари бўйича тўғри сигнал бериш муҳим ўрин тутди. Асосий ставкага яқин шаклланган пул бозори фоиз ставкалари кейинчалик қимматли қоғозлар, депозитлар ва кредитлар нархига ўтиши орқали пул-кредит сиёсати трансмиссиясини таъминлайди.

Сўнги йилларда банк тизимининг соф ликвидлик позицияси²⁴ профицит шароитида шаклланмоқда. Бунда икки мартаба – 2023 йил ноябрда ва 2024 йил апрелда нейтрал даражага яқинлашган бўлиб, автоном омилларнинг оширувчи таъсири ҳисобига ушбу жараён қисқа муддатли аҳамият касб этган (1-расм).

Умумий ликвидлик шаклланишида Марказий банкнинг қимматбаҳо металллар хариди, ушбу харидни стерилизация қилиш мақсадида амалга ошириладиган валюта интервенциялари ва бюджет амалиётлари асосий омиллардан ҳисобланади.

1-расм. Банк тизимининг соф ликвидлик ҳолати



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

²⁴ Банк тизими соф ликвидлиги ҳолати – тижорат банкларининг Марказий банкдаги миллий валютадаги вакиллик ҳисобварағи қолдиғи ва ўртачалаш ҳажми тафовутига банкларнинг пул-кредит операциялари бўйича соф позицияси (ликвидликни жалб этиш операциялари ва ликвидликни тақдим этиш операциялари соф қолдиғи) қўшилиши орқали ҳисобланади.

Таҳлил даврида ички валюта бозорида таклифнинг нисбатан юқори шаклланганлиги ҳисобига Марказий банк томонидан валюта интервенциялари орқали стерилизация қилиш имконияти бўлмаган қўшимча ликвидлик пул-кредит операциялари (*Марказий банк облигациялари ва депозит инструментлари*) орқали самарали жалб этиб келинган.

Бюджет амалиётлари таъсири асосан даромад ва харажат ўртасидаги тафовут ҳисобига юзага келиб, тақчилликнинг ички қарз орқали молиялаштирилган қисми умумий ликвидликка таъсир кўрсатмайди. Ташқи қарз орқали молиялаштирилган бюджет харажатлари эса, одатда, сўмдаги банк ликвидлигини оширувчи омиллардан ҳисобланади.

2025-2026 йилларда банк тизими ликвидлигининг прогнози жорий профицит ҳолатининг сақланиб қолишини кўрсатмоқда. Омиллар кесимида таҳлил қилинганда, Марказий банкнинг қимматбаҳо металллар хариди олтин нархининг жорий даражада сақланиб қолиши шarti ва олтин қазиб чиқариш ҳажмининг босқичма-босқич ошиб бориши бўйича кутилмалар ҳисобига ликвидликка оширувчи таъсири юқори бўлиши тахмин қилинмоқда.

Ўз навбатида, Марказий банкнинг ички валюта бозорига интервенциялари “нейтраллик” тамойили асосида амалга ошириб борилади ва олтин хариди ҳисобига иқтисодиётга йўналтирилган сўмдаги қўшимча ликвидлик тўлиқ стерилизация қилиниши назарда тутилади. Бунда, ташқи иқтисодий вазият бўйича ижобий тенденцияларнинг шаклланиши ҳамда валюта оқимининг юқори даражаларда сақланиб қолган ва интервенция қилиш имконияти қисқарган вазиятларда қўшимча ликвидлик пул-кредит операциялари орқали стерилизация қилиб (*жалб этиб*) борилади.

Бюджет амалиётларининг умумий ликвидликка оширувчи таъсири келгусида ҳам сақланиб қолади ҳамда бюджет консолидациясининг амалга оширилиши ва тақчилликни молиялаштиришда ички қарз улушининг босқичма-босқич ошиб бориши ҳисобига ушбу таъсир қисқариб боради. Бунда, умумий фискал тақчилликнинг 2024 йил якунида 4 фоизгача қисқариши ва келгуси йилларда 3 фоиздан ошмаслиги асосий шартлардан ҳисобланади.

Бошқа омилларнинг ликвидликка таъсири нисбатан кичик бўлиб, келгуси чоракларда ҳам банк тизими ликвидлигига сезиларли таъсир кўрсатмаслиги тахмин қилинмоқда. Банк тизими депозитларининг юқори суръатда ўсиб бориши бўйича кутилмалар ҳисобига мажбурий захиралашнинг ўртачалаш талаби ҳажми ошиб боради²⁵ ва у асосида шаклланган меъёрий ликвидлик тўловлар узлуксизлигини таъминлашда муҳим аҳамият касб этади.

Умумий ликвидлик профицитининг сақланиб қолиши шароитида Марказий банк облигациялари эмиссияси оширилади ва депозит операцияларидан фаол фойдаланилади. Бунда, келгуси депозит аукционларини тескари РЕПО аукционларига ўтказиш режалаштирилган бўлиб, қўшимча ликвидликни самарали жалб этишда облигацияларга бўлган босимни камайтиришга ва асосий ставка бўйича сигналлар самарадорлигини оширишга хизмат қилиши кутилмоқда.

²⁵ Мажбурий захиралаш меъёрлари ўзгармаслик шarti асосида прогноз қилинди.

3.2. Макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлаштириш салоҳиятини ривожлантириш йўналишлари

Пул-кредит сиёсатини самарали амалга оширишнинг муҳим шартларидан бири, қарорлар ишончли ва долзарб маълумотлар асосида қабул қилиниши ҳисобланади. Пул-кредит сиёсатининг самарадорлиги нафақат чоралар кўриш тезлиги билан, балки инфляция ва иқтисодий кутилмаларни тўғри йўналтириш билан ҳам белгиланади. Шу нуқтаи назардан, иқтисодий жараёнларнинг таҳлили ва келгуси даврда ривожланиши бўйича прогнозларнинг мунтазам амалга ошириб борилиши, ўзгарувчан макроиқтисодий вазиятда пухта ва асосланган қарорлар қабул қилишга имкон беради.

Бугунги кунга келиб, Марказий банкда прогноз ва таҳлил тизимининг (FPAS²⁶) барча асосий элементлари тўлиқ жорий этилган. Марказий банкнинг асосий модели чораклик прогноз модели (QPM) ҳисобланади. Шунингдек, айрим кўрсаткичларни чуқурроқ таҳлил қилиш ва прогнозлаштириш учун бир қатор йўлдош моделлар ишлаб чиқилган. Хусусан, инфляцияни прогноз қилиш учун ARIMA ва BVAR моделлари жорий этилган. ЯИМни прогноз қилиш учун молиявий дастурлашга асосланган макроиқтисодий модель, DFM, FAVAR ва MIDAS моделлари қўлланилади.

FPAS тизими иқтисодиёт таркиби ва шароитларни тўлиқ акс эттириши учун мазкур тизим моделлари параметрларини мунтазам равишда янгиланган бориш талаб этилади. Шунингдек, инобатга олган ҳолда, келгуси йилда QPM модели параметрларини тўлиқ қайта кўриб чиқиш ва уларни ўзгарувчан макроиқтисодий шарт-шароитлар ҳамда иқтисодиётнинг таркибий тузилмасига қайта мослаштириш режалаштирилмоқда. Иқтисодиётнинг циклик ҳолатини аниқроқ баҳолаш доирасида меҳнат бозори блокни жорий этиш орқали моделнинг функционалини кенгайтириш имкониятлари кўриб чиқилади.

Йўлдош моделлар тизимини такомиллаштириш доирасида “ноукастинг” усулларини қўллашни кенгайтириш мўлжалланган. Шу жумладан, BRIDGE, BVAR, DFM усулларини уйғунлаштириш асосида реал вақт режимида ЯИМ ва инфляцияни прогноз қилишнинг комплекс моделларини яратиш режалаштирилмоқда.

²⁶ FPAS (Forecasting and Policy Analysis System) — марказий банкларга пул-кредит сиёсати бўйича қарорлар қабул қилишда ёрдам бериш учун ишлаб чиқилган, макроиқтисодий вазиятни баҳолаш ва сценарийларни ишлаб чиқиш учун воситаларни тақдим этувчи комплекс прогнозлаш ва таҳлил қилиш тизимидир.

Бу моделлар ЯИМ ва инфляциянинг алоҳида компонентларини юқори частотали доимий янгиланадиган маълумотлар асосида прогноз қилиш ва олинган прогноз компонентларини тегишли кўрсаткичларга бирлаштиришга асосланган.

Истиқболда машинали ўқитиш усулларини қўллаш асосида мавжуд моделлар тўплами ҳам кенгайтириб борилади. Жумладан, аҳолининг инфляцион кутилмалари ва истеъмолчилар кайфиятини таҳлил қилиш воситаларини кенгайтириш режалаштирилмоқда.

Янгилик мақолалари ва ижтимоий тармоқлар каби манбалардан олинган матнли ахборотларни машинали ўқитиш моделлари асосида таҳлил қилиш имкониятлари ҳам ўрганилмоқда. Бу бозор кайфиятини баҳолаш ва унинг иқтисодийга бўлган потенциал таъсирини кенгроқ таҳлил қилишга ёрдам беради. Кайфият таҳлили бозорнинг қарорларга бўлган муносабатини баҳолашга ва қарорларни қабул қилишда бозор кутилмаларини янада чуқурроқ тушунишга имкон яратади.

Шунингдек, инфляцияни прогноз қилиш учун “градиентли бустинг” ва “тасодифий ўрмон” моделлари тўпламини жорий этиш имкониятларини кўриб чиқиш ҳам режалаштирилмоқда.

Банк тизими ликвидлигини прогнозлаштириш замонавий моделларни, шу жумладан, машинали ўқитиш усулларини қўллаш орқали кенгайтирилади.

Машинали ўқитиш моделларини жорий этиш молиявий ҳисоботлар, макроиқтисодий индикаторлар, транзакция маълумотлари, бозор индекслари ва янгиликлар оқимлари каби турли манбалардан олинган маълумотлар тўпламларини қайта ишлаш ва таҳлил қилиш имконини беради. Бу эса ликвидлик ҳолати прогнозларининг аниқлигини оширади.

Ҳозирги вақтда ликвидликни прогноз қилиш учун машинали ўқитишнинг турли усуллари, жумладан, рекуррент нейрон тармоқлар (RNN) ва узоқ муддатли қисқа хотира (LSTM) каби инструментлар ўрганилмоқда. Бу усуллар банклар ликвидлиги ўзгариш динамикасини самарали ҳисобга олиш ва бозордаги кутилмаган ўзгаришларга жавоб бериш имконини беради.

Бундан ташқари, машинали ўқитиш сценарий моделлаштириш учун янги имкониятлар яратмоқда. Хусусан, турли иқтисодий чоралар ва ташқи шароитларнинг макроиқтисодий кўрсаткичларга таъсирини баҳолаш учун “қарорлар дараҳти” ва “тасодифий ўрмонлар” моделларини қўллаш тажрибаси ўрганилади.

DSGE моделини яратиш бўйича ишлар деярли якунланган бўлиб, бу моделдан фойдаланиш иқтисодиётдаги таркибий ўзгаришлар, айрим макроиқтисодий кўрсаткичларга бўлган шок ҳолатлари таъсири таҳлилининг комплекслигини таъминлаш ҳамда пул-кредит сиёсати турли сценарийларининг узоқ муддатли таъсирларини баҳолаш имконини беради.

Мазкур моделдан фойдаланиш самарадорлигини ошириш мақсадида пул-кредит ва фискал сиёсат блоклари ривожлантириб борилади ҳамда модел операторларини тажриба ва кўникмаларини оширишга алоҳида эътибор қаратилади.

ИЛОВАЛАР

1-илова

2025 йилда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича йиғилишлар графиги

2025 йилда Марказий банк Бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш юзасидан йиғилишлари қуйидаги график асосида ўтказилади:

23 январь;

13 март;

24 апрель;

12 июнь;

24 июль;

11 сентябрь;

23 октябрь;

11 декабрь.

Барча Бошқарув йиғилишлари яқунлари бўйича Марказий банк расмий веб-саҳифасида Марказий банк пресс-релизи эълон қилинади.

Шунингдек, 23 январь, 24 апрель, 24 июль ва 23 октябрдаги таянч Бошқарув йиғилиши натижалари бўйича Марказий банк раҳбарияти иштирокида матбуот анжумани ўтказилади ва “Пул-кредит сиёсати шарҳи” эълон қилинади.

**Ўзбекистон Республикаси Марказий банки пул-кредит сиёсатига оид
нашрларининг 2025 йилга мўлжалланган тақвими**

Нашрлар номи	Даврийлиги	Эълон қилиш муддатлари
Асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича Марказий банк бошқаруви қарори пресс-релизи	йилда 8 марта	Асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича Марказий банк бошқарувининг йиғилишларидан сўнг: 23 январь; 13 март; 24 апрель; 12 июнь; 24 июль; 11 сентябрь; 23 октябрь; 11 декабрь.
Асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича Марказий банк бошқаруви қарори юзасидан ташкил этилган матбуот анжуманидаги презентация ва Марказий банк раиси маърузаси	йилда 4 марта	Асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича Марказий банк бошқарувининг таянч йиғилишларидан сўнг 3 кун ичида: 26 январгача; 27 апрелгача; 27 июлгача; 26 октябргача.
Пул-кредит сиёсати шарҳи	чораклик	Асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича Марказий банк бошқарувининг таянч йиғилишларидан сўнг 20 кун ичида: 15 февралгача; 15 майгача; 15 августгача; 15 ноябргача.
Пул-кредит сиёсатининг 2026 йил ва 2027-2028 йилларга мўлжалланган асосий йўналишларининг концептуал лойиҳаси	йиллик	Асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича Марказий банк бошқарувининг сўнгги таянч йиғилишидан сўнг 1 ҳафта ичида: 30 октябргача.
Пул бозори ва ликвидлик шарҳи	чораклик	Ҳар чоракдан кейинги ойнинг биринчи ярмида: январь; апрель; июль; октябрь.

Инфляцион кутилмалар ва сезилган инфляция бўйича инфографикалар	ойлик	Тегишли ой учун кейинги ойнинг биринчи ярмида
Истеъмол кайфияти шарҳи	чораклик	Қуйидаги ойларнинг биринчи ярмида: февраль; май; август; ноябрь.
Бизнес кайфияти шарҳи	чораклик	Қуйидаги ойларнинг биринчи ярмида: февраль; май; август; ноябрь.
Кўчмас мулк бозори таҳлили	чораклик	Ҳар чоракдан кейинги ойнинг иккинчи ярмида: январь; апрель; июль; октябрь.
Меҳнат бозори шарҳи	чораклик	Ҳар чоракдан кейинги ойнинг иккинчи ярмида: январь; апрель; июль; октябрь.

Пул-кредит сиёсатининг мақсади ва асосий тамойиллари

“Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тўғрисида”ги Қонунга мувофиқ пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш Марказий банкнинг асосий вазифаларидан бири ҳисобланади.

Марказий банк пул-кредит сиёсатини нархлар барқарорлигини таъминлаш мақсадидан келиб чиққан ҳолда ишлаб чиқади ва амалга оширади. Нархлар барқарорлиги паст ва барқарор инфляция даражасини аниқлатади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг ПФ-5877-сонли “Инфляцион таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида”ги Фармонида асосан инфляция бўйича доимий мақсад (*таргет*) 5 фоиз этиб белгиланган ва ушбу мақсадга эришиш вазифаси Марказий банк зиммасига юклатилган.

Марказий банк томонидан инфляцион таргетнинг таъминланиши аҳоли ва тадбиркорларнинг даромадлари ва жамғармаларининг харид қобилиятини сақлайди, уларга узоқ муддатли харажатларини режалаштириш имконини беради ҳамда барқарор ва инклюзив иқтисодий ўсишга қулай шароитларни яратади.

Шу билан бирга, доимий паст инфляция мамлакатга барқарор инвестициялар кириб келишига, инфляция мукофотининг камайиши эвазига фоиз ставкаларининг пасайишига, миллий валютага бўлган ишончнинг ортиши шароитида иқтисодиётнинг ташқи хатарларга таъсирчанлигининг пасайишига хизмат қилади.

Самарали пул-кредит сиёсати иқтисодиётнинг салоҳиятидан кескин ва давомий оғишини олдини олиш ва салбий таъсирларни юмшатиш чораларини кўриш имкониятларини яратади, бироқ иқтисодий салоҳиятни ошишини тўғридан-тўғри таъминлай олмайди. Иқтисодиётнинг ишлаб чиқариш имкониятларини кенгайтириш учун рақобат муҳитини ривожлантириш, меҳнат ва капитал унумдорлигини ошириш, энергосамарадорлик кўрсаткичларини яхшилаб бориш, қулай тадбиркорлик муҳити ва ишлаб чиқариш инфратузилмасини шакллантиришга қаратилган фундаментал ва таркибий ислохотларнинг самарали амалга оширилиши муҳим аҳамият касб этади.

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки 2020 йилдан бошлаб пул-кредит сиёсатини инфляцион таргетлаш режими доирасида қуйидаги тамойиллар асосида юритмоқда:

Инфляция бўйича таргет белгиланади ва барча пул-кредит сиёсати чоралари ушбу таргетга эришишга қаратилади. Мамлакатимизда инфляциянинг таъминланиши лозим бўлган ўрта муддатли даражаси 5 фоиз этиб белгиланган. Аҳоли, хўжалик юритувчи субъектлар ва молия бозори иштирокчилари ўз фаолиятини режалаштириш ва қарорлар қабул қилишда ҳисобга олишлари учун инфляцион таргет кенг жамоатчиликка эълон қилинди. Ушбу таргет истеъмол нархларининг йиллик ўсиш суръатини, яъни аҳоли томонидан сотиб олинган товар ва хизматлар нархининг 12 ой давомида умумий ўзгаришининг мақсадли даражасини белгилайди.

Марказий банк фаолиятида инфляциянинг таргет кўрсаткичига эришиш вазифаси бошқа вазифалардан устун ҳисобланади ҳамда амалга ошириладиган барча чора-тадбирлар ва пул-кредит соҳасидаги қарорлар инфляцион таргетга эришишга қаратилади. Инфляцион таргетга эришиш иқтисодиёт субъектлари томонидан Марказий банк фаолиятини баҳолашнинг ҳамда олиб борилаётган пул-кредит сиёсатига бўлган ишонч шаклланишининг асосий мезони ҳисобланади. Шу нуқтаи назардан, макроиқтисодий соҳада қабул қилинаётган барча қарорлар инфляциянинг таргет кўрсаткичлари билан уйғун ҳолда қабул қилинишини тақозо этади.

Марказий банкнинг асосий ставкаси пул-кредит сиёсатининг асосий инструменти ҳисобланади. Асосий ставка пул-кредит сиёсатининг асосий инструменти бўлиб, инфляциянинг 5 фоизлик таргети доирасида шаклланишини таъминлаш учун зарур бўлган пул-кредит шароитларини белгилаб беради. Бунда, Марказий банк асосий ставкаси иқтисодиётдаги фоиз ставкалари динамикасига ва бу орқали ички талабга таъсир кўрсатади. Ички талабни мувозанатлаштириш орқали инфляцион таргетга эришилади. Асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича Марказий банк бошқаруви йиғилишлари олдиндан белгиланган график асосида йилда 8 мартаба ўтказилади.

Пул-кредит сиёсати операциялар механизми Марказий банк томонидан мустақил равишда ишлаб чиқилади ва такомиллаштириб борилади. Ўзбекистон Республикаси Конституциясининг 151-моддаси билан Ўзбекистон Марказий банкнинг пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқиш ва амалга оширишда мустақиллиги белгиланган. Шу асосида, Марказий банк инфляция таргетига эришишда пул-кредит сиёсати инструментлари ва ёндашувларини мустақил танлаш ҳуқуқига эга. Бунда, фоиз ставкаларини бошқариш, очиқ бозор операцияларини амалга ошириш, мажбурий захиралар меъёрларини ўзгартириш ва иқтисодий шароитлардан келиб чиқиб бошқа чоралар кўрилиши мумкин. Олиб борилаётган пул-кредит сиёсатининг операциялар механизми асосий ставка ва фоиз коридори асосида ишлайди. Пул-кредит сиёсатининг операциялар мақсади пул бозоридаги қисқа муддатли (*овернайт*) фоиз ставкаларини асосий ставкага яқин даражада шаклланишини таъминлаш ҳисобланади. Марказий банк пул-кредит инструментларидан фаол фойдаланган ҳолда банк тизими умумий ликвидлигини бошқаради ва бу орқали пул бозори фоиз ставкаларига таъсир кўрсатади.

Пул-кредит сиёсатига оид қарорлар кенг қамровли макроиқтисодий таҳлил ва прогнозларга асосланади. Пул-кредит сиёсати нархлар динамикасига маълум вақт оралиғида, қатор муносабатлар занжири орқали таъсир кўрсатади. Шунинг учун Марказий банк бошқаруви асосий ставка бўйича қарорларни қабул қилишда уларнинг инфляцияга ва иқтисодиётга таъсирини баҳолаш учун макроиқтисодий таҳлил ва прогнозларга асосланади.

Бугунги кунда Марказий банк макроиқтисодий прогнозларни ишлаб чиқишда, асосан, Чораклик прогнозлаш моделидан (*QPM*) фойдаланмоқда. Бундан ташқари, бир қатор эконометрик ва таркибий моделлар прогноз натижаларини таққослашда ва тадқиқотларни амалга оширишда қўлланилмоқда. Таъкидлаш жоизки, асосий ставка бўйича қарорлар маълум даражадаги ноаниқликлар шароитида қабул қилинади. Сабаби, макроиқтисодий прогнозлар иқтисодий ривожланишнинг эҳтимолий истиқболлари, жаҳон хомашё ва молия бозорларида кутилаётган

ўзгаришлар ва бошқа омиллар асосида шакллантирилади. Шу сабабли ҳам, Марказий банк пул-кредит сиёсати бўйича қарорлар қабул қилишда омилларнинг нисбатан барқарор тенденцияларидан ва уларнинг инфляция даражасига таъсирларидан келиб чиқади. Марказий банк мамлакатдаги ва глобал иқтисодиётдаги ўзгаришлар ва ноаниқликларни инобатга олган ҳолда таҳлилий-прогнозлаш салоҳиятини доимий равишда такомиллаштириб боради.

Марказий банк валюта сиёсатини сузувчи валюта курси режимида амалга оширади. Сузувчи валюта курси инфляцион таргетлаш доирасида самарали пул-кредит сиёсати юритишнинг зарур шартларидан ҳисобланади. Марказий банкнинг ички валюта бозоридаги иштироки нейтраллик тамойилига асосланади. Яъни, Марказий банк интервенциялари йил давомида сотиб олинган монетар олтин ҳажми доирасида амалга оширилади ва алмашув курсининг фундаментал трендига таъсир кўрсатмайди. Сўм алмашув курси ички валюта бозоридаги хорижий валютага бўлган талаб ва таклиф мутаносиблигига нисбатан белгиланади. Марказий банк сўм алмашув курси бўйича ҳеч қандай мақсадни белгиламайди. Бозордаги талаб ва таклиф асосида эркин шаклланувчи алмашув курси ташқи хатарларнинг ички иқтисодиётга ўтишини чекловчи (*“shock absorber”*) функцияни бажаради ва макроиқтисодий барқарорликни таъминлашнинг муҳим шартларидан ҳисобланади.

Пул-кредит сиёсати шаффоф тарзда олиб борилади ва ҳар бир қарорлар кенг жамоатчиликка батафсил тушунтирилади. Инфляцион таргетлаш режимининг асосий элементларидан бири бу пул-кредит сиёсати соҳасида қабул қилинаётган қарорларнинг очиқлиги ва бу борадаги шаффофликнинг таъминланиши ҳисобланади. Пул-кредит сиёсати соҳасида қабул қилинаётган қарорларнинг кенг жамоатчиликка ўз вақтида ва тушунарли тарзда етказилиши аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмалари шаклланишида муҳим аҳамият касб этади. Марказий банк томонидан инфляциянинг таргети доирасида шаклланишининг таъминланиши ва коммуникацион шаффофликнинг оширилиши аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг Марказий банкка бўлган ишончи ортишига ва пировардида амалга ошириладиган пул-кредит сиёсати чоралари таъсирчанлигининг ошишига хизмат қилади.

Реал самарали алмашув курсини баҳолашнинг муқобил методологиялари

Реал самарали алмашув курси (РСАК) мамлакатнинг ташқи савдодаги нархлар рақобатбардошлигини баҳолашда энг кўп қўлланиладиган кўрсаткич ҳисобланади.

РСАКни аниқлашда умумий қабул қилинган ёндашув савдо-ҳамкор мамлакатлар валюталари саватининг ўртача айирбошлаш курсини уларнинг инфляциясини ҳисобга олган ҳолда баҳолашга асосланади. Шу билан бирга, халқаро амалиётда ушбу кўрсаткичнинг статистик шаклларининг кенг доираси мавжуд бўлиб, ҳисоблаш усуллари савдо шерикларининг вазнини аниқлаш мезонлари ва нисбий нархларни ҳисобга олган ҳолда фарқланади.

Марказий банк томонидан РСАК индекси истеъмол нархлари ўзгариши ва асосий савдо-ҳамкор мамлакатлар саватидаги валюта курслари, олтиндан ташқари савдо айланмаси ҳажмининг йиллик қатъий белгиланган вазнлари асосида ҳисобланади (*базавий РСАК*).

Нархлар рақобатбардошлиги ҳолатини чуқурроқ таҳлил қилиш учун РСАКнинг муқобил кўрсаткичлари ҳам ҳисоблаб борилади. Ишлаб чиқарувчилар нархлари индекси (ИЧНИ), ишчи кучи харажатларига асосланган, учинчи бозорлардаги рақобат ва олтин экспортини ҳисобга олган ҳолда РСАК кўрсаткичлари аниқланади.

Ишлаб чиқарувчилар нархлари индексига асосланган РСАК

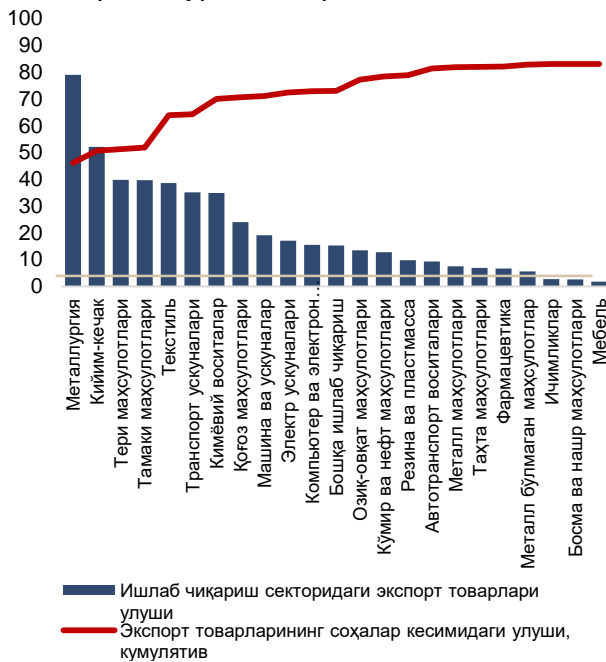
Дастлабки ҳисоб-китобларга кўра, 2019-2023 йилларда умумий экспорт таркибининг ўртача 67 фоизга яқини саноат сектори товарларига тўғри келган (*1-расм*). Хомашё ва саноат маҳсулотларининг юқори улуши ҳисобига, истеъмол нархлари индекси бўйича ҳисобланган РСАК рақобатбардошлик кўрсаткичларини экспорт нуқтаи назаридан тўғри ва тўлиқ акс эттирмаслиги мумкин.

Шу нуқтаи назардан, ишлаб чиқарувчилар нархлари индекси (ИЧНИ) асосида муқобил РСАКни ҳисоблаш саноат ва хомашё товарларнинг умумий ишлаб чиқариш ва экспортдаги улуши юқори бўлган мамлакатлар учун экспорт рақобатбардошлигини аниқроқ акс эттиради.

Ўзбекистон учун ИЧНИ асосида ҳисобланган реал самарали алмашув курси (РСАК) индекси 2024 йил июль ойи охирида 2019 йил сентябрь ойига нисбатан 10 фоизга мустаҳкамланди (*2-расм*). Ушбу мустаҳкамланиш миллий валютанинг савдо-ҳамкор мамлакатлар валюталарига нисбатан заифлашгани (*номинал самарали алмашув курси 4 фоизга заифлашди*) шароитида маҳаллий ишлаб чиқарувчилар нархлари ва харажатларининг анча юқори бўлганини кўрсатади. Ишлаб чиқарувчилар нархларининг ошиши, ўз навбатида, хомашё нархларининг ўзгарувчанлиги, учинчи томон хизматлари учун харажатларнинг ва иш ҳақининг ошиши билан боғлиқ.

Умуман олганда, ИЧНИ бўйича РСАК индексининг юқори ўзгарувчанлигига қарамасдан, ушбу кўрсаткич билан асосий РСАК динамикаси узоқ муддатли истиқболда бир хил тенденцияга эга (*3-расм*).

1-расм. Ишлаб чиқариш тармоқларидаги экспорт маҳсулотларининг жами товар экспортидаги улуши, 2019-2023 йиллардаги ўртача, фоизда

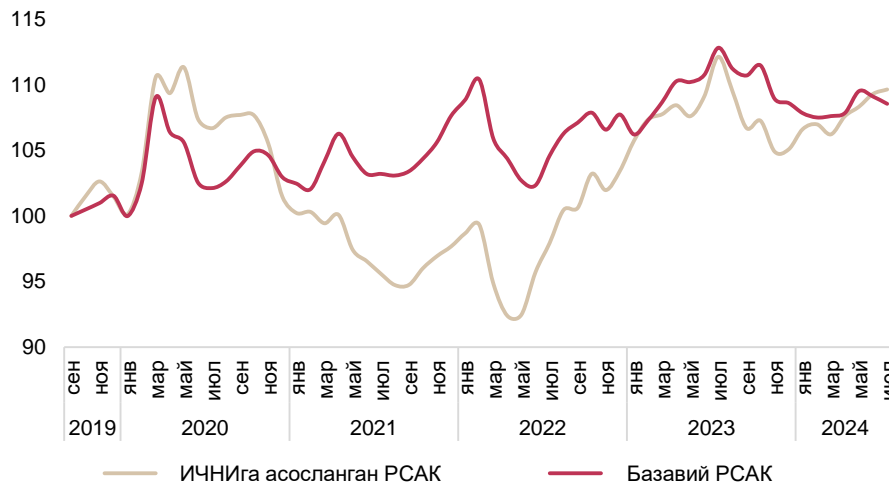


2-расм. ИЧНИ асосида ҳисобланган РСАК индекси, сентябрь, 2019 = 100 фоиз



Манба: Статистика агентлиги ва тегишли мамлакатлар статистика ташкилотлари маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари.

3-расм. Асосий ва ИЧНИ асосида ҳисобланган РСАКнинг қиёсий динамикаси



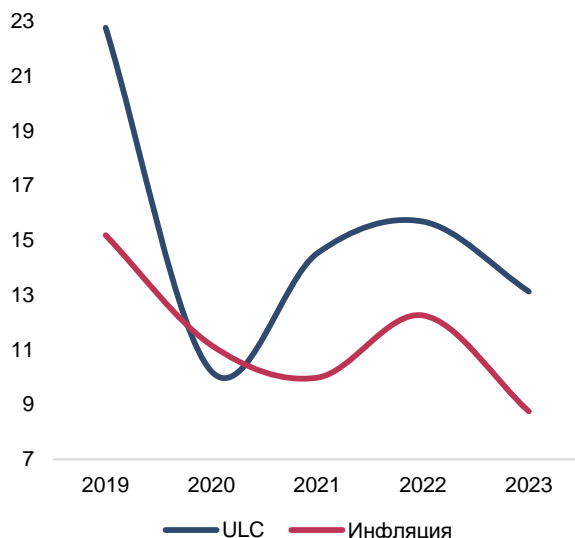
Манба: Статистика агентлиги ва тегишли мамлакатлар статистика ташкилотлари маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари.

2021-2022 йиллардаги ИЧНИ асосида ҳисобланган РСАК заифлашуви ва асосий РСАК индекси мустаҳкамланиши ўртасидаги сезиларли тафовутни пандемиядан кейинги ички истеъмол талабининг тезроқ тикланиши натижасида истеъмол нархларининг сезиларли тезлашиши билан изоҳлаш мумкин.

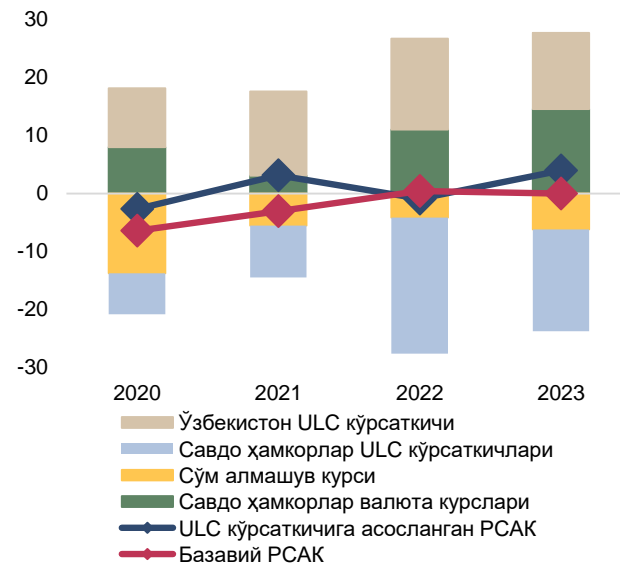
Ишчи кучи харажатларига асосланган РСАК

РСАКни ҳисоблашда истеъмол инфляциясининг муқобил кўрсаткичи сифатида маҳсулот бирлигига меҳнатга ҳақ тўлаш харажатлари (ULC – unit labor cost) ҳам қўлланилади. ULC билан инфляция таклиф шоклари (cost-push shock) ва иш ҳақи нархлари спиралларининг механизмлари орқали ўзаро боғлиқдир.

4-расм. Маҳсулот бирлигига меҳнатга ҳақ тўлаш харажатлари ва инфляция, фоизда



5-расм. ULC асосида ҳисобланган РСАК декомпозицияси, фоизда



Манба: Статистика агентлиги ва тегишли мамлакатлар статистика ташкилотлари маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари.

ULC иқтисодиётдаги инфляция жараёнларининг муқобил етакчи кўрсаткичи бўлиб хизмат қилади. ULCнинг инфляциядан юқори ўсиш суръатлари иқтисодиётда мавжуд инфляцион босимдан ва келажакда рақобатбардошликнинг пасайиши мумкинлигидан далолат беради.

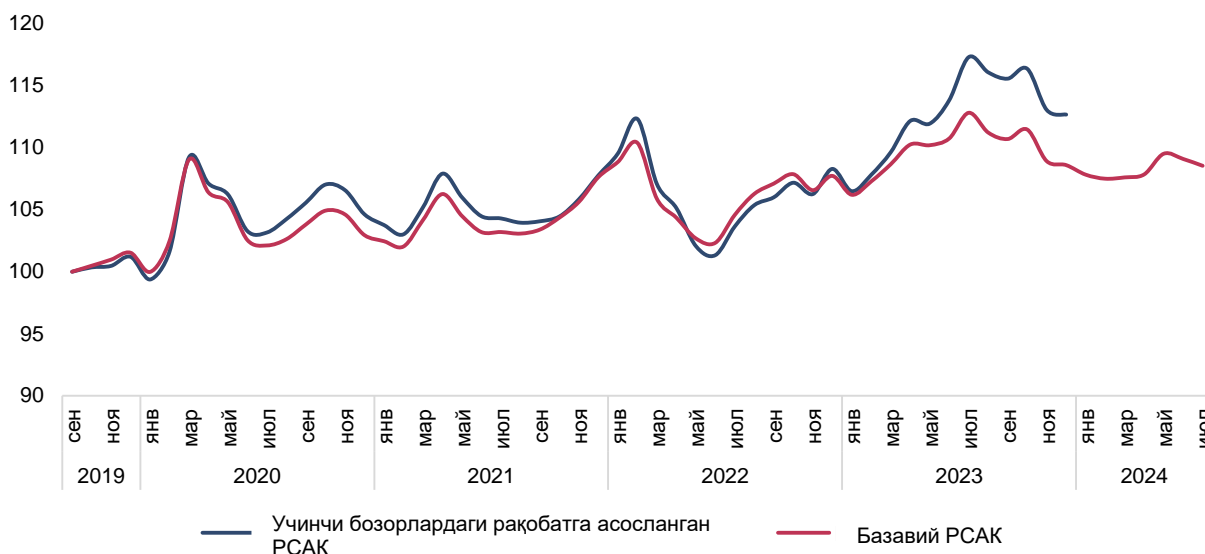
Умуман олганда ULC бўйича ҳисобланган РСАК ва асосий РСАК индекси динамикалари бир-бирига мос келиб, бири иккинчисига қараганда бироз юқори мустаҳкамланиши кузатилган. Бу истеъмол нархлари ўсиш суръати билан солиштирилганда ишлаб чиқаришда меҳнат ҳақининг тезроқ ўсиши билан боғлиқ.

Учинчи бозорлардаги рақобатга асосланган РСАК

Ушбу ёндашув асосида РСАКни ҳисоблашда вазнлар маҳсулот савдоси оқимидан келиб чиқиб, бевосита икки томонлама савдони ва билвосита учинчи бозордаги рақобатни қамраб олади.

Ўзбекистон учун РСАКни учинчи бозорлардаги рақобат асосида ҳисоб-китоб қилишда бешта асосий савдо-ҳамкор мамлакатлар савати олинди. Умуман олганда, асосий индекс билан солиштирилганда кўрсаткичлар ўхшаш динамикага эга.

6-расм. Асосий кўрсаткичлар билан учинчи бозорлардаги рақобатга асосланган РСАКнинг қиёсий динамикаси



Манба: Статистика агентлиги ва тегишли мамлакатлар статистика ташкилотлари маълумотлари асосида МБ ҳисоб-китоблари.

Олтин экспортини ҳисобга олган ҳолда аниқланган РСАК

Мамлакатимизда олтин сотувининг халқаро биржада амалга оширилишини, олтин экспорт қилувчи мамлакатлар диапазони ўзгариб туришини ва уларни кузатиб боришнинг мураккаблигини инобатга олиб, реал валюта курсини ҳисоблаш олтин экспортини ҳисобга олмасдан амалга оширилади.

Шу сабабдан, олтин нархининг динамикасини ички инфляция кўрсаткичларига киритиш орқали олтин экспортини ҳисобга олган ҳолда РСАКни ҳисоблашнинг муқобил ёндашуви ишлаб чиқилган.

Дастлабки натижаларга кўра, олтинни ҳисобга олган ҳолда аниқланган РСАКда 2022-2023 йиллар давомида сезиларли мустаҳкамланиш кузатилмаган бўлиб, бу ички инфляция динамикаси олтиннинг жаҳон нархлари ўзгаришига нисбатан юқориқоқ шаклланганлиги билан изоҳланиши мумкин.

Муқобил кўрсаткичлар натижалари базавий даврга нисбатан РСАКни маълум даражада мустаҳкамланганлигини кўрсатади. Бироқ, миллий валюта курсининг савдо-ҳамкор мамлакатлари саватига нисбатан номинал қадрсизланганлигини ҳисобга олганда, асосий мустаҳкамланиш ички инфляциянинг юқорилиги билан боғлиқ. Рақобатбардошликни янада мустаҳкамлашда инфляциянинг мақсадли кўрсаткичларига эришиш ва келажакда нархлар барқарорлигини таъминлаш асосий омил ҳисобланади.

Марказий банк рақамли валютасининг пул-кредит сиёсати трансмиссиясига таъсири

Банк-молия тизимида рақамли трансформациянинг ривожланиши билан иқтисодиёт субъектларининг рақамли валюталарга бўлган қизиқиши ортиб бормоқда. Бунга жавобан марказий банклар тартибга солинмаган ва марказлаштирилмаган криптовалюталардан фарқли равишда марказий банк рақамли валютасини (МБРВ) яратиш ташаббусларини илгари сурмоқда.

МБРВ марказий банк томонидан чиқариладиган расмий валютанинг рақамли кўриниши ҳисобланади. Ушбу валюта тўлов ва транзакция мақсадларида қонуний тўлов воситаси сифатида фойдаланиш учун мўлжалланган.

МБРВнинг муваффақиятли амалиётга жорий этилиши²⁷ иқтисодиёт рақамлашиб бориши билан кенг жамоатчиликда пулнинг хавфсиз шаклидан фойдаланиш имкониятини яратади. Бу, ўз навбатида, тўлов хизматлари хилма-хиллигини рағбатлантириши, пул ўтказмалари ва тўловларни тезроқ, арзонроқ амалга ошириши, молиявий инклюзивлик ва оммабопликни ошириши билан бир қаторда МБРВ ҳаракатларини кузатиш имкони уларни ноқонуний ва бошқа мақсадларга йўналтирилишини олдини олишда ёрдам беради.

МБРВнинг чиқарилиши пул-кредит сиёсатининг мақсадлари ёки операцион механизмларини ўзгартирмайди. Аксинча, иқтисодиётга трансмиссиясини яхшилашга хизмат қилади. Бироқ, пул айланиши тезлигини ошириши орқали иқтисодиётдаги ликвидликни бошқаришни қийинлаштириши мумкин.

Пул массаси ва ликвидликка таъсири. Рақамли валютанинг чиқарилиши техник жиҳатдан пул массасининг тўғридан-тўғри кенгайишини англатмайди, балки марказий банк мажбуриятларининг (*нақд пул ва ҳисобварақлар*) таркибий ўзгариши ҳисобланади. Бошқача айтганда, муомаладаги нақд пулни қисман рақамли валютага алмаштириш фақат марказий банкнинг мажбуриятлари таркибига таъсир қилади: нақд пул улуши камайиб, рақамли валюталарнинг улуши ортади. Депозитлар МБРВга алмаштирилганда, кредит ташкилотларининг баланслари ҳам ўзгармайди: мижозлар ҳисобварақларидаги қолдиқлар қисқариб, банкларнинг вакиллик ҳисобварақларидаги маблағлар ҳам қисқаради.

Бу, ўз навбатида, банк секторининг ликвидлигига таъсир қилади. Хусусан, таркибий профицит ҳажмининг камайишига ва ҳатто ликвидлик тақчиллигига олиб келиши мумкин. Пул-кредит сиёсати инструментларининг амалдаги тизими банклар томонидан талаб қилинадиган ликвидлик даражасини таъминлайди ва пул бозори ставкаларини асосий ставкага яқин шакллантириш учун шароит яратади.

²⁷ МБРВнинг чакана – жисмоний шахслар томонидан барча тўловлар ва ўтказмаларда фойдаланиладиган ҳамда улгуржи – молия институтлари ўртасида пул бозоридаги ҳисоб-китобларни амалга оширишда фойдаланиладиган турлари мавжуд.

Чакана МБРВ муомалага одатий икки даражали тизимда тижорат банклари томонидан киритилади. Бироқ, МБРВ мажбурияти тўғридан-тўғри марказий банк балансида акс этади, тижорат банклари эса марказий банк агенти сифатида идентификация (KYC) ҳамда жиноий фаолиятдан олинган даромадларни легаллаштиришга қарши кураш (AML-FT) талаблари бажарилишини таъминлайди. Аксинча, МБРВнинг тўғридан-тўғри марказий банк томонидан бир поғонали тизим орқали муомалага киритилиши тўлов тизими архитектурасини бузилишига олиб келади.

Ликвидлик хатарларини камайтириш мақсадида МБРВ билан операцияларга нисбатан чекловлар жорий этилиши мумкин. Хусусан, регулятор бир ҳисобрақам учун МБРВга эгалик қилишнинг максимал миқдори, жами кунлик операциялар ҳажми учун лимитлар, юқори лимитлар ўрнатиш учун кучайтирилган талабларни белгилаш ёки МБРВ қолдиқларига нисбатан манфий фоиз ставкаларини ўрнатиш орқали тартибга солиш имкониятига эга бўлади.

Пул-кредит сиёсати трансмиссиясига таъсири. МБРВ жорий қилиниши пул-кредит сиёсати трансмиссиясига қуйидагича таъсир кўрсатиши мумкин:

1. *МБРВ банклар орасида депозитлар учун рақобатни кучайтиради.* МБРВнинг маблағни хавфсиз сақлаш ва самарали тўлов воситаларини таклиф қилиш орқали депозитларни ортида қолдириши банклар учун депозит маблағларининг камайишига олиб келади. Бу, ўз навбатида, банклардан жозибадорликни сақлаб қолиш учун депозитлар фоиз ставкаларини оширишни талаб этади. Ушбу шароитда асосий ставканинг депозит фоиз ставкаларига трансмиссияси кучаяди ва фоиз канали таъсирчанлиги ошади.

2. *Банкларда улгуржи молиялаштириш улуши ошади.* Тижорат банклари маблағларнинг депозитлардан МБРВга ўтган қисмини улгуржи молиялаштириш орқали қоплашга ҳаракат қилади. Чакана депозитларга нисбатан улгуржи молиялаштиришнинг марказий банк асосий ставкасига таъсирчанлиги юқорилиги ҳисобига улгуржи молиялаштиришнинг улуши ортиб бориши фоиз канали самарадорлигини ошишига хизмат қилади.

3. *Банклар фойдасини камайтиради.* Рақобатнинг кучайиши билан депозит фоиз ставкалари ошиши ёки улгуржи молиялаштиришга ўтилиши натижасида банклар харажатларининг ортиши фойданинг камайишига олиб келади. Бунда банклар икки хил йўл тутиши: кредитлаш талабларини қатъийлаштириши ёки юқори фойдани кўзлаб хатарли лойиҳаларни молиялаштириши мумкин. Биринчи ҳолат молиявий шароитлар қатъийлашишига олиб келса, хатарли ёндашув банк тизими барқарорлигини хавф остига қолдириши мумкин.

4. *Молиявий инклюзивликни ва оммабопликни оширади.* Бу эса молия соҳасида рақамли технологиялар ривожига туртки бериб, молиявий хизматлар хилма-хиллигини оширади ва банкдан ташқари жамғармаларни тизимга жалб этиш имконини беради. Шунингдек, МБРВнинг транзакциялар тарихини қайд этиб бориш хусусияти мижознинг кредит хатари даражасини аниқлаш ва мос равишда фоизларни пасайтириш имконини беради. Буларнинг барчаси молиявий шароитлар юмшашига хизмат қилади. Бундан ташқари, оммабоплик ошиши аҳолининг кенг қатламини пул-кредит сиёсати таъсири доирасига кириши ҳамда уларнинг молиявий саводхонлик даражаси ошиб, қарорлари рационаллашувига олиб келади. Натижада, фоиз канали ва молиявий активлар канали таъсирчанлигини ошишига ёрдам беради.

5. *Долларлашув ёки “криптолашув” даражасини пасайтиради.* Долларлашув даражаси юқори иқтисодиётларда МБРВнинг жорий этилиши миллий валютани янада жозибадор тўлов воситасига айланттириш орқали ундан муомалада кўпроқ фойдаланишни рағбатлантиради.

Долларлашув даражаси пасайиши эса пул-кредит сиёсатининг барча каналлари таъсирчанлигига ижобий таъсир кўрсатади.

МБРВни муомалага киритилишидаги хатарлар. Шу билан бирга, дастлабки даврда МБРВ чакана, улгуржи ва трансчегаравий тўловларнинг ўзгаришига олиб келиши орқали пул-кредит сиёсати юритишда маълум бир хатарларни ҳам юзага келтириши мумкин.

Чакана МБРВлар, уларга фоиз тўланиши ёки тўланмаслигидан қатъий назар, банк депозитларига муқобил восита бўлиши, уларнинг улгуржи МБРВларга нисбатан пул-кредит сиёсати юритиш учун хатар даражаси юқорироқ ҳисобланади. Хусусан, МБРВга фоиз тўлаш белгиланиши воситачилик имкониятини янада ошириб, МБРВнинг барча турдаги депозитлар учун ўринбосарлик қила олиши билан кредит манбаларини камайишига сабаб бўлади. Бошқа томондан эса фоизсиз МБРВ талаб қилиб олинadиган депозитларга нисбатан жозибалироқ ҳисобланади.

Ўз навбатида, чакана МБРВлар аҳолининг нақд пул ҳамда депозитларида ўзгаришга олиб келиши орқали пул айланиш тезлигига таъсир қилиб, марказий банкдаги тижорат банклари ликвидлигининг ўзгарувчанлигини оширади. Бу ўзгарувчанлик пул-кредит сиёсати трансмиссияси учун кредит ва фоиз каналларини заифлаштириши, марказий банкнинг ликвидликни прогноз қилиш ва самарали очиқ бозор операцияларини ўтказиш қобилиятини пасайтириши мумкин.

Шунингдек, улгуржи МБРВ молиявий бозорларни сегментлашишига туртки бериши мумкин.

Трансчегаравий тўловларда МБРВдан фойдаланиш қабул қилувчи мамлакатларда валюта ўрнини босиш хавфини ошириши ва инқироз даврида капитал оқимини тезлаштириши мумкин. Бу эса пул-кредит ва валюта сиёсатини назорат қилиш қобилиятини заифлаштиради.

Умуман, МБРВнинг кенг қўламли изланишлар ва синов-тажриба асосида босқичма-босқич муомалага киритилиши, бунда аввал мамлакатнинг иқтисодий ва молиявий шароитларидан ҳамда мавжуд тўлов тизимлари хусусиятидан келиб чиқиб тегишли МБРВ экотизимини яратилиши иқтисодиётга ва пул-кредит сиёсатига хатарлар таъсирини олдини олишга хизмат қилади.

Сунъий интеллект ривожланишининг иқтисодий жараёнларга таъсири

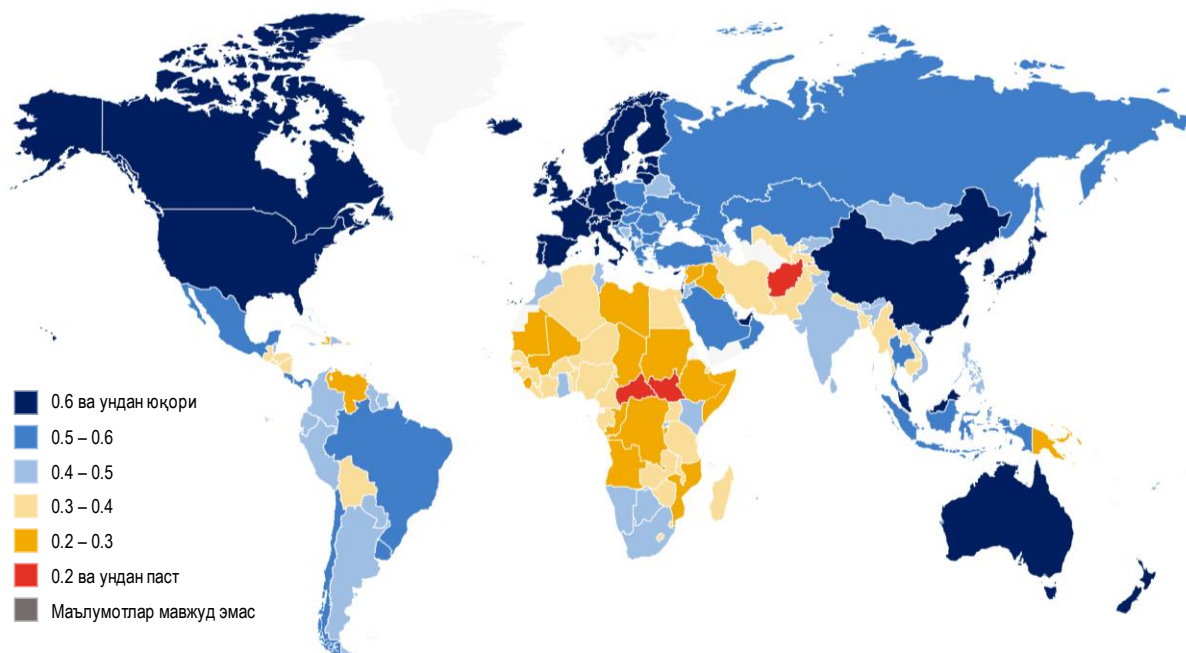
Сунъий интеллект (artificial intelligence – AI) замонавий иқтисодий муҳокамаларнинг марказий мавзусига айланиб, аҳамияти жиҳатидан sanoat инқилобига таққосланмоқда. Сунъий интеллект технологиялари амалиётга кенг жорий қилиниши макроиқтисодий жараёнларга таъсир кўрсатиб, иқтисодиётда сифат ва таркибий ўзгаришларга олиб келиши кутилмоқда. Жумладан, сунъий интеллектнинг иқтисодий жараёнларга таъсири биринчи навбатда меҳнат бозорида ва меҳнат унумдорлигида намоён бўлади.

Сунъий интеллектнинг меҳнат бозорига таъсири

Тадқиқотларга кўра, сунъий интеллектнинг амалиётда кенг қўлланилиши натижасида дунё бўйлаб иш ўринларининг тахминан 40 фоизи²⁸ унинг таъсирига дуч келиши мумкин. Ривожланган иқтисодиётларда ақлий меҳнатга асосланган касбларнинг кенг тарқалганлиги туфайли сунъий интеллектнинг таъсирига учраши мумкин бўлган иш ўринларининг улуши юқори — 60 фоиз, ривожланаётган мамлакатларда 40 фоиз, паст даромадли мамлакатларда эса 26 фоизга баҳоланган. Бу таъсир тўлиқ ёки қисман автоматлаштириш ёки вазифаларнинг қайта тақсимланиши кўринишида бўлади.

Ривожланган мамлакатларда сунъий интеллектнинг таъсири юқори бўлса-да, инфратузилманинг яхши ривожланганлиги ва кадрларнинг юқори малакага эгаллиги ўзгаришларга тезроқ ва самаралироқ мослашиш имконини беради.

1-расм. Сунъий интеллектга тайёрлик индекси



Манба: ХВЖ, AI Preparedness Index.

²⁸ Cazzaniga and others. 2024. “Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work.” IMF Staff Discussion Note SDN2024/001, International Monetary Fund, Washington, DC.

Шу билан бирга, ривожланаётган ва паст даромадли мамлакатларда рақамли инфратузилма етарли даражада шакллантирилган бўлса, тегишли малакали кадрларни тайёрлаш орқали сунъий интеллектдан иқтисодий ривожланишни жадаллаштириш инструменти сифатида фойдаланиш мумкин. Бироқ, рақамли инфратузилма етарли даражада ривожланмаган мамлакатлар сунъий интеллектнинг афзалликларидан фойдалана олмайди. Бу эса мамлакатлар ўртасида даромадлардаги фарқни янада кучайтириши ва тенгсизликни ошириши мумкин.

Прогнозларга кўра, меҳнат унумдорлиги ва харажатларнинг тежалиши натижасида глобал ЯИМнинг ўсиши тезлашиши кутилмоқда. Хусусан, Goldman Sachs²⁹ банки баҳоларига кўра, сунъий интеллект технологиялари келгуси ўн йилликда глобал ЯИМни 7 фоизга ошириши мумкин.

Сунъий интеллектнинг меҳнат бозорига таъсири ҳам турлича баҳоланмоқда. Бир томондан, автоматлаштириш айрим соҳа ва касбларда иш ўринларининг қисқаришига олиб келиши мумкин. Бошқа томондан, янги турдаги касбларни яратилиши, айниқса юқори малака ва илғор технологиялар билан ишлаш кўникмаларини талаб қиладиган соҳаларда янги имкониятлар юзага келиши мумкин. Бу эса, ўз навбатида, таркибий ишсизлик ва ижтимоий тенгсизликнинг кучайиши эҳтимолини юзага келтиради. Тенгсизликни камайитиришда ишчиларнинг янги кўникмалар ва талабларга мослаша олиш қобилиятлари шаклланиб бориши муҳим ҳисобланади.

Сунъий интеллект даромадлар тақсимолига турлича таъсир қилиши мумкин. Дастлабки автоматлаштириш тўлқинлари асосан ўрта малакали касбларни қамраб олган бўлса, мазкур технология юқори малакали касбларга ҳам таъсир этади. Даромадларга таъсири сунъий интеллектнинг ходимлар ўрнини боса олиши ёки уларнинг меҳнат самарадорлигини оширишга қўшадиган ҳиссасига боғлиқ бўлади. Бунда, маълум бир касбда сунъий интеллект инсон ўрнини тўлиқ эгаллай олиши аҳоли даромадларида тенгсизликнинг ортишига сабаб бўлса, мутахассислар самарадорлигини оширган тақдирда аҳоли даромадларининг янада тенгроқ тақсимланишига олиб келиши мумкин.

Макроиқтисодий оқибатлар ва прогнозлар

Тадқиқотларга кўра, келгуси ўн йил ичида сунъий интеллектнинг унумдорликка бевосита таъсири нисбатан мўтадил бўлиб, жами 0,53–0,66 фоиз даражада бўлиши прогноз қилинган³⁰. Ушбу прогноз сунъий интеллект ёрдамида автоматлашув ёки кадрларнинг тўлдирувчанлиги орқали харажатларнинг тежалиши ва меҳнат унумдорлиги ортиши билан изоҳланган.

Сунъий интеллектни жорий этиш технологиялари, инфратузилма ва инсон капиталига катта инвестицияларни талаб қилади. Тегишли инвестицияларнинг ўз вақтида амалга оширилиши глобал ЯИМнинг келгуси ўн йилда қўшимча 0,93–1,16 фоизга ошишига олиб келиши тахмин қилинмоқда.

²⁹ <https://www.goldmansachs.com/insights/articles/generative-ai-could-raise-global-gdp-by-7-percent>.

³⁰ Daron Acemoglu, The Simple Macroeconomics of AI, NBER Working Paper No. 32487, May 2024.

Инвестицияларнинг прогноз қилинганидан кўра фаолроқ киритилиши ва сунъий интеллектнинг кенг қўламли жорий этилиши сценарийсида глобал ЯИМ ўсишига таъсири 1,4-1,6 фоизга етиши мумкин. Бироқ капиталнинг ишлаб чиқаришга нисбати унумдорлик ўсиши билан ошиб борса, ЯИМнинг унумдорликдан кўра тезроқ ўсишига олиб келиши мумкин.

Шу билан бирга, сунъий интеллектнинг кенг жорий қилиниши билан салбий ижтимоий оқибатлар пайдо бўлиш хавфи ҳам ортиб бормоқда. Хусусан, нотўғри маълумотлар тарқатилиши, фирибгарлик, манипуляциялар ёки ижтимоий тармоқлар орқали руҳий саломатликка салбий таъсирлар шулар жумласидандир. Маълумотларни ҳимоя қилиш, нотўғри ахборот тарқалишининг олдини олиш ва алгоритмик қарорларнинг шаффофлигини таъминлаш норматив-ҳуқуқий ҳужжатлар асосида тартибга солиниши муҳим ҳисобланади.

Сунъий интеллектни иқтисодий жараёнларга самарали интеграция қилиш, барқарор ва инклюзив ривожланишни таъминлаш учун мувозанатли ёндашув зарур. Бундай ёндашув таълимга инвестицияларни ошириш, қайта тайёрлаш дастурларини такомиллаштириш ва сунъий интеллектнинг интеграцияси кенгайдиган тақдирда талаб қилинадиган кўникмаларни ривожлантиришни ўз ичига олади. Бунда, сунъий интеллект таъсирида заифлашиши мумкин бўлган аҳоли қатлами, шу жумладан, олий маълумотга эга бўлмаган ишчилар ва катта ёшли мутахассисларга алоҳида эътибор қаратилиши ҳамда ижтимоий қўллаб-қувватлаш сиёсати изчил амалга оширилиши лозим.

Даромадлилик эгри чизиғи ва унинг макроиқтисодий таҳлиллардаги аҳамияти

Инфляцион таргетлаш режимида Марказий банк пул-кредит сиёсатининг асосий инструменти **асосий ставка** ҳисобланиб, асосий ставка орқали пул-кредит шароитларининг **қатъийлик даражаси** белгиланади. Асосий ставка бўйича қарорлар дастлаб пул бозоридаги қисқа муддатли фоиз ставкаларига таъсир кўрсатади. Кейинчалик фоиз ставкалари таъсири пул бозоридан молия бозорларига, шу жумладан, **давлат қимматли қоғозлари бозорига** ўтади.

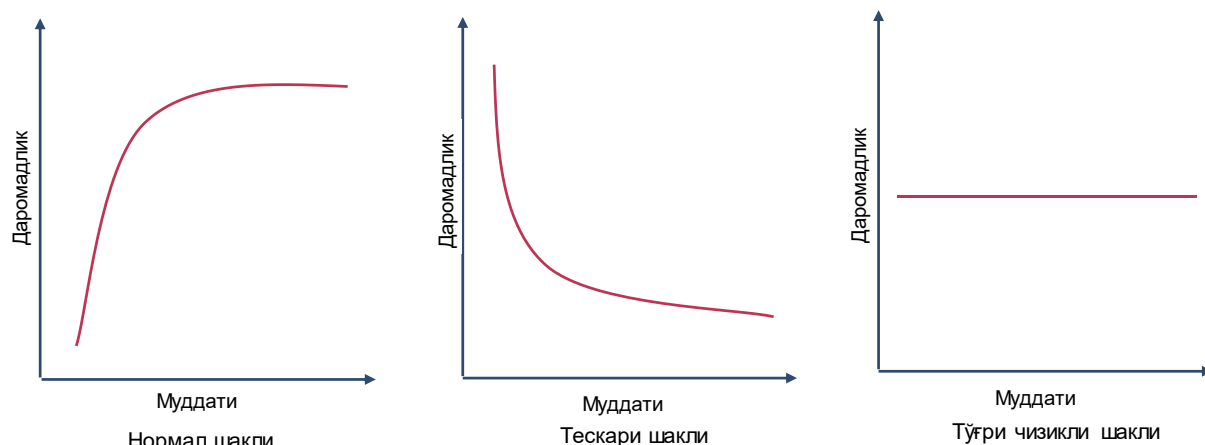
Асосий ставка ва молиявий инструментлар даромадлилиги ўртасидаги боғлиқлик даромадлилик эгри чизиғида ўз аксини топади. **Даромадлилик эгри чизиғи** – бу миллий валютада жалб қилинадиган **қарз маблағларининг нархлари ва муддатлари** орасидаги **боғлиқликни** акс эттирувчи график ҳисобланади.

Даромадлилик эгри чизиғи макроиқтисодий таҳлилда муҳим аҳамиятга эга бўлиб, **бозор иштирокчиларининг** келгуси иқтисодий вазият, инфляция даражаси, пул-кредит сиёсати, шу жумладан, фоиз ставка бўйича **кутилмаларини** ўзида акс эттиради. Шунингдек, даромадлилик эгри чизиғининг узоқ муддатли сегменти иқтисодиётдаги **қарз олиш имкониятлари** ва **инвестицион фаолликни** баҳолашда ёрдам беради. Марказий банк даромадлилик эгри чизиғини доимий таҳлил қилиши орқали **пул-кредит сиёсатининг самарадорлигини** баҳолаш ва зарур бўлганида **тўғрилаш** имкониятига эга бўлади.

Иқтисодиётда шаклланган жорий ва келгуси вазият, инфляцион жараёнлар ва унинг прогнозлари, бозор иштирокчиларининг фоиз ставкалар бўйича кутилмаларидан келиб чиқиб, даромадлилик эгри чизиғи турли шаклларга эга бўлиши мумкин (1-расм).

Эгри чизиқнинг **нормал шакли** узоқ муддатли қимматли қоғозлар даромадлилигининг қисқа муддатли даромадлиликдан юқори шаклланишини ўзида ифода этиб, бозор иштирокчиларида келгусида **барқарор иқтисодий ўсиш ва мўтадил инфляция** бўйича кутилмалар шаклланганлигини билдиради.

1-расм. Даромадлилик эгри чизиғи шакллари



Манба: Mishkin F., *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, p. 184.

Қисқа муддатли даромадлиликнинг узоқ муддатли даромадлиликдан юқори бўлган вазияти **тескари даромадлилик эгри чизиғида** акс эттирилиб, бозор иштирокчиларининг келгуси даврларда иқтисодий ўсишнинг секинлашиши, инфляциянинг пасайиши ва Марказий банк томонидан фоиз ставкаларининг пасайтирилиши бўйича кутилмаларини англатади. Одатда, тескари эгри чизиқ иқтисодий ўсишнинг секинлашишидан олдин шаклланиб, **эҳтимолий рецессия** бўйича олдиндан сигнал беради.

Тўғри чизиқли даромадлилик эгри чизиғи қисқа ҳамда узоқ муддатли даромадлилик кўрсаткичларининг бир-бирига яқин шаклланишини кўрсатиб, иқтисодиётда маълум ноаниқликларнинг шаклланганлигини ёки иқтисодий циклнинг бир фазадан иккинчисига ўтаётганлигини ифода этади.

Даромадлилик эгри чизиғи шаклланишида **пул-кредит ва фискал сиёсатларнинг** таъсири юқори ҳисобланади. Бунда, даромадлилик эгри чизиғининг шакли, хусусан, унинг Марказий банкнинг **фоиз ставкалари бўйича ўрта муддатли прогнози** траекториясига мувофиқ шаклланиши иқтисодиётда пул-кредит сиёсати таъсирчанлигининг юқори эканлигини ифода этади.

Пул-кредит сиёсатининг самарадорлиги нафақат қисқа муддатли пул бозори фоиз ставкаларини, балки узоқ муддатли қимматли қоғозлар даромадлилигини ҳам **бошқариш имкониятлари** билан баҳоланади. Бунда, иқтисодиёт субъектларининг узоқ муддатли кутилмаларига таъсир кўрсатиш мақсадида **даромадлилик эгри чизиғини назорат қилиш** механизми пул-кредит сиёсатининг ноанъанавий инструменти сифатида қўлланилиши мумкин. Хусусан, глобал молиявий инқироздан кейин инфляциянинг узоқ муддат таргетдан паст шаклланиши шароитида 2010 йилдан бошлаб **Япония марказий банки 10 йиллик давлат қимматли қоғозлари даромадлилигини бошқариш (паст даражада ушлаб туриш)** инструментида фаол фойдаланди.

Ўз ўрнида, **фискал сиёсат** ҳам ўзининг қатъийлик даражасидан келиб чиқиб даромадлилик эгри чизиғига маълум даражада таъсир кўрсатади. Хусусан, **рағбатлантирувчи фискал сиёсат** иқтисодий ўсишни талаб томонидан қўллаб-қувватлаши ҳисобига иқтисодиётнинг қизишига ва мос равишда инфляцион кутилмаларнинг ошишига олиб келади. Натижада, Марказий банк фоиз ставкаларининг келгуси оширилиши юзасидан кутилмалар таъсирида бозор иштирокчилари томонидан узоқ муддатли қимматли қоғозларнинг даромадлилиги бўйича юқори кутилмалари ва талаблари кучаяди.

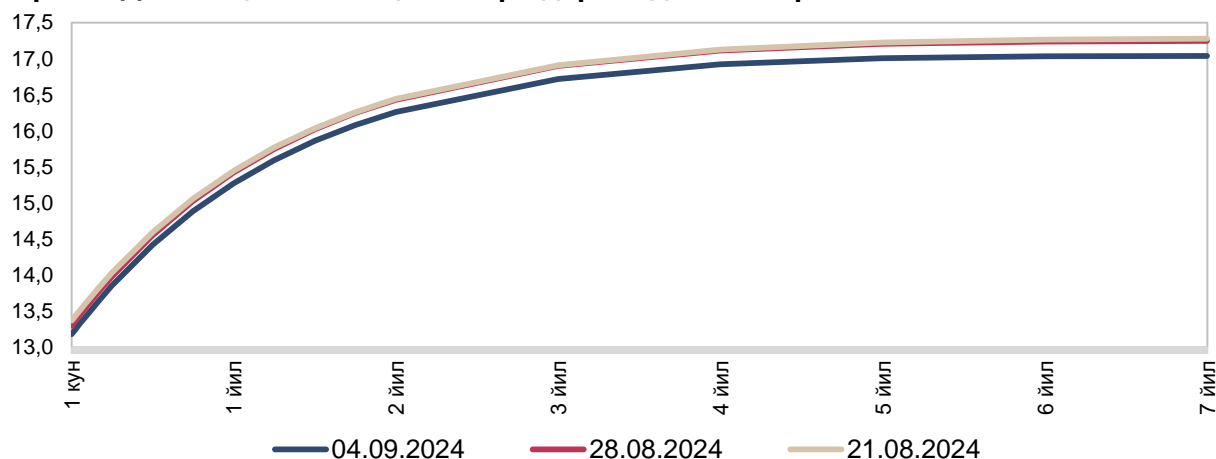
Шунингдек, фискал тақчилликнинг қимматли қоғозлар эмиссияси орқали молиялаштирилиши бозорда **таклифни** ошириши ҳисобига улар нархининг пасайишига, яъни даромадлиликнинг ошишига сабаб бўлади. Аксинча, **фискал консолидациянинг** амалга оширилиши, инфляцион кутилмаларни пасайтириб, даромадлилик эгри чизиғи узоқ муддатли қисмининг пасайишига олиб келиши мумкин.

Даромадлилик эгри чизиғининг шаклланишида пул-кредит ва фискал сиёсатларнинг **ўзаро уйғунлиги** муҳим ҳисобланади. Хусусан, узоқ муддат рағбатлантирувчи фискал сиёсатнинг юритилиши марказий банк томонидан қатъий

пул-кредит шароитларини таъминлаш мақсадида фоиз ставкаларининг оширилишига **тескари эгри чизиқ шаклланишига** олиб келади.

Ўзбекистон шароитида ҳам молия бозори иштирокчиларининг фоиз ставкалари ва макроиқтисодий кутилмаларини ўрганиш, қарз мажбуриятлари бўйича муддатлар ва фоиз ставкалари ўртасидаги боғлиқлик тўғрисида маълумот тақдим этиш орқали иқтисодиёт субъектларининг инвестицион қарор қабул қилишига кўмаклашиш мақсадида Марказий банк томонидан Давлат қимматли қоғозлари даромадлилик эгри чизиғини ҳисоблаш тартиби ишлаб чиқилди.

2-расм. Давлат қимматли қоғозлари даромадлилик эгри чизиғи



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Эгри чизиқнинг ҳисоблашда пул бозори овернайт ставкаси, Марказий банкнинг депозит ва РЕПО аукционлари ҳамда облигациялари, давлат қимматли қоғозлари даромадлилиги (*бирламчи ва иккиламчи бозорларда шаклланган*) инobatга олинади.

2024 йилнинг 1 сентябридан Давлат қимматли қоғозлари даромадлилик эгри чизиғини ҳафталик ҳисоблаш ва эълон қилиш йўлга қўйилди (2-расм). Бунда, эгри чизиқ **нормал шаклга** эга бўлиб, бозор иштирокчиларининг келгусида иқтисодиётнинг юқори ўсишда давом этиши, инфляциянинг мўтадил шаклланиши ва уни пасайтириш мақсадида фоиз ставкаларининг **узоқроқ муддат жорий даражада** сақланиб қолиши бўйича кутилмаларини ўзида ифода этмоқда.

Хусусан, эгри чизиқнинг қисқа муддатли сегментида фоиз ставкалари **асосий ставка атрофида**, 1 йилдан юқори муддат бўйича даромадлилик эса **15 фоиздан** бошлаб шаклланмоқда. Шунингдек, Марказий банк томонидан асосий ставканинг июль ойида **13,5 фоизгача пасайтирилиши** давлат қимматли қоғозлари даромадлилигининг ҳам маълум даражада **пасайишига** олиб келди.

Давлат қимматли қоғозлари даромадлилик эгри чизиғини бозор иштирокчилари кутилмалари бўйича репрезентативлигини таъминлаш мақсадида асосий **бенчмарк муддатлар** бўйича (*1, 2, 3, 5 ва 10 йиллик*) давлат қимматли қоғозларининг **доимий эмиссия** қилиб борилиши муҳим ҳисобланади.

Мажбурий захиралаш инструментининг пул-кредит сиёсатини амалга оширишда қўлланилиши

Мажбурий захиралаш тарихан банк депозитлари учун маълум захира буферини шакллантириш мақсадида қўлланилиб келинган. Шу билан бирга, айрим давлатларда мажбурий захиралашни макропруденциал ёки капитал ҳаракатини бошқариш инструменти сифатида қўллаш ҳолатлари ҳам учраб туради.

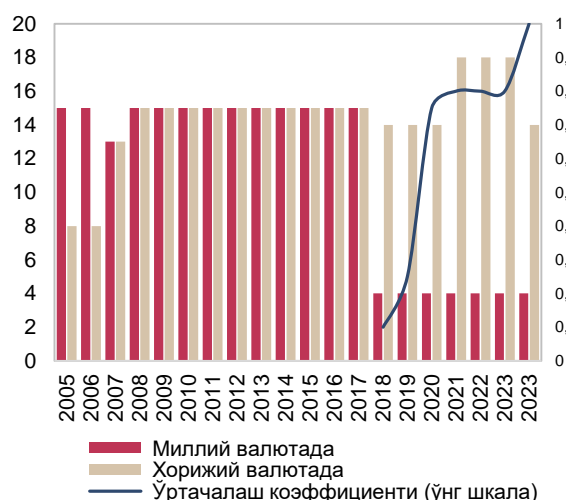
Инфляция таргетлаш режимида ушбу инструмент аксарият давлатларда пул-кредит сиёсатининг операцион мақсадига эришишда банк тизими ликвидлигини бошқариш инструменти ҳисобланади. Ўзбекистонда ҳам пул-кредит сиёсатини инфляция таргетлаш режимига ўтказиш жараёнида мажбурий захиралаш инструментига тегишли ўзгартиришлар киритилди.

Хусусан, 2018 йилдан барча турдаги ва муддатдаги депозитлар бўйича умумий мажбурий захиралаш меъёрини белгилаш амалиёти жорий қилинди ҳамда миллий валютадаги депозитлар бўйича 4 фоиз ва хорижий валютадаги депозитлар бўйича 14 фоизлик норматив белгиланди (1-расм). Дифференциал нормативларнинг белгиланиши банк тизимида мавжуд депозитлар долларлашувини қисқартириш орқали пул-кредит сиёсати таъсирчанлигини оширишга қаратилган.

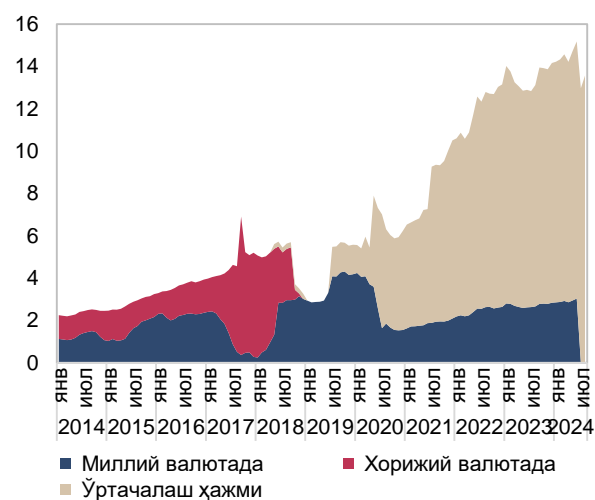
Шунингдек, 2018 йилда илк мартаба ўртачалаш амалиёти тест режимида қўлланилди ва 10 фоизлик ўртачалаш коэффициенти белгиланди. Мазкур амалиёт банкларда Марказий банкдаги “мажбурий захиралаш” ҳисобварағида сақланаётган талабнинг маълум қисмини вакиллик ҳисобварағида шакллантириш ва ундан ҳисобот даври мобайнида фойдаланиш имкониятини беради.

Ўртачалаш ҳуқуқи банкларга қўшимча қулайлик туғдиришини инобатга олган ҳолда, банк тизими ликвидлигининг умумий ҳолатидан келиб чиқиб, ушбу коэффицент босқичма-босқич ошириб борилди ва 2024 йил 1 июлдан 100 фоизга етказилди (2-расм).

1-расм. Мажбурий захиралаш меъёрлари, фоизда



2-расм. Мажбурий захиралаш талаблари ҳажми, трлн. сўм



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Бугунги кунда, мажбурий захиралаш талаби доирасидаги маблағлар тўлиқ вакиллик ҳисобварағида шакллантирилмоқда ва бу банк тизимида тўловлар узлуксизлигини таъминлашда муҳим аҳамиятга эга бўлмоқда.

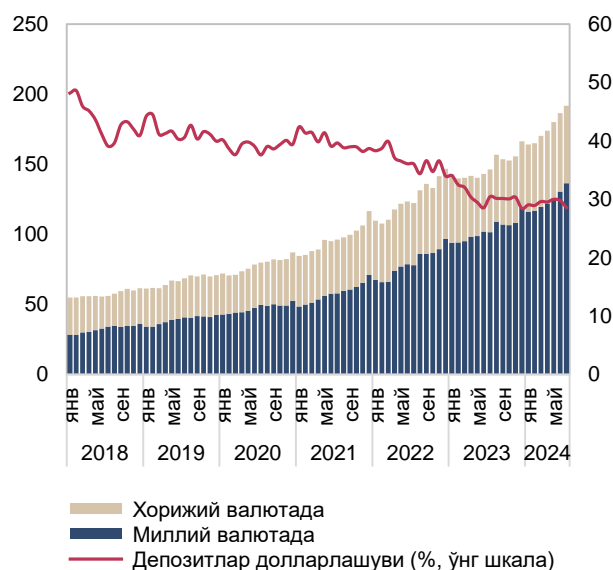
Шу билан бирга, 2018 йил декабрдан мажбурий захиралашни фақат миллий валютада шакллантириш амалиётига ўтилган бўлиб, ушбу инструментнинг пул-кредит сиёсатида ликвидликни бошқариш мақсадида фаол қўлланилишини билдиради.

Мажбурий захиралаш талабининг қайси валютада шакллантирилиши халқаро амалиётда ҳам баҳсли масала ҳисобланиб, ушбу йўналишдаги қарорлар банк тизими ликвидлиги ҳамда банк балансидаги долларлашув ҳолатидан келиб чиқиб қабул қилинади. Жорий вазиятда хорижий валютадаги депозитлар бўйича мажбурий захиралашнинг хорижий валютада шакллантирилиши миллий валютадаги мажбурий захира талабининг кескин камайишига олиб келади ва банк тизими ликвидлигини самарали бошқариш имкониятини пасайтиради.

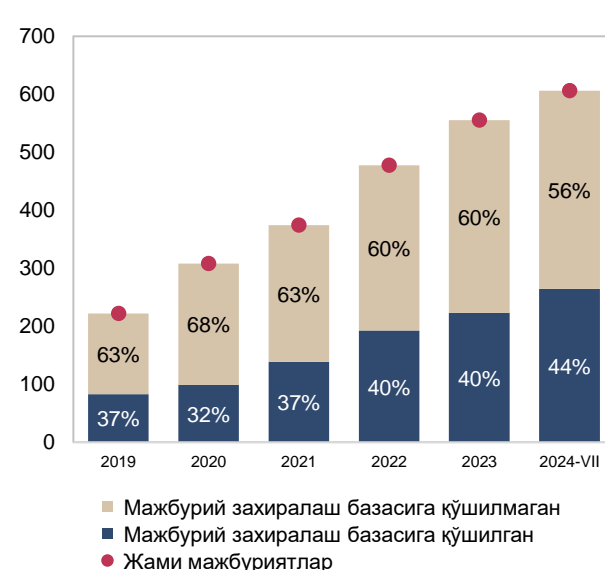
Сўнги йилларда банк тизимига бўлган ишончнинг ортиши, аҳоли даромадларининг юқори суръатларда ўсиши ҳамда масофавий банк хизматлари инфратузилмасининг қулайлашганлиги ҳисобига депозитлар ҳажмининг сезиларли ортиши кузатилмоқда. Бу, ўз навбатида, мажбурий захиралаш талабининг ҳам мос равишда ошишини тақозо этади. Хусусан, банкларнинг депозитларига нисбатан мажбурий захиралаш талаби сўнги 5 йилда 2,5 баробарга кўпайиб, 13,6 трлн. сўмга етди ва банк тизимида тўловлар узлуксизлигини таъминлаш учун етарли ҳажмда шаклланмоқда.

Узоқ йиллар давомида банк тизимида депозитлар долларлашуви юқори сақланиб келган. Хусусан, 2018-2021 йилларда депозитлар долларлашуви ойлик ўртача 41,2 фоизни ташкил этган (3-расм). Депозитлар долларлашув даражасини пасайтириш мақсадида 2021 йилда хорижий валютадаги депозитлар бўйича мажбурий захиралаш меъёри 18 фоизгача оширилди.

3-расм. Депозитлар долларлашув даражаси



4-расм. Банк тизими мажбуриятлари ва мажбурий захиралаш базаси



Манба: Статистика агентлиги маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Ушбу чора билан биргаликда инфляция даражасининг пасайиб бориши ва сўмдаги депозитлар бўйича юқори фоиз ставкалари ҳисобига депозитлар долларлашув даражаси 2021 йил якунидаги 38,9 фоиздан 2024 йил июль ойида 28,8 фоизгача пасайди. Бунда, аҳоли депозитлари бўйича долларлашув даражаси 20 фоизгача пасайган бўлиб, аҳолининг банк жамғармаларининг қарийб 80 фоизи сўмда сақланаётганлиги ва миллий валютага бўлган ишонч ортиб бораётганлиги билан изоҳланади.

Депозитлар долларлашувининг сезиларли қисқаришини инобатга олиб, 2024 йил 1 июлдан хорижий валютадаги депозитлар бўйича мажбурий захира меъёри 14 фоизгача пасайтирилди.

Таъкидлаш жоизки, хорижий валютадаги депозитлар бўйича меъёрнинг юқори бўлишига қарамасдан мажбурий захиралаш базасига фақат депозитлар кириши ҳамда бошқа банк мажбуриятлари мажбурий захиралашга тортилмаслиги меъёрнинг самарадорлик даражасини пасайтиради.

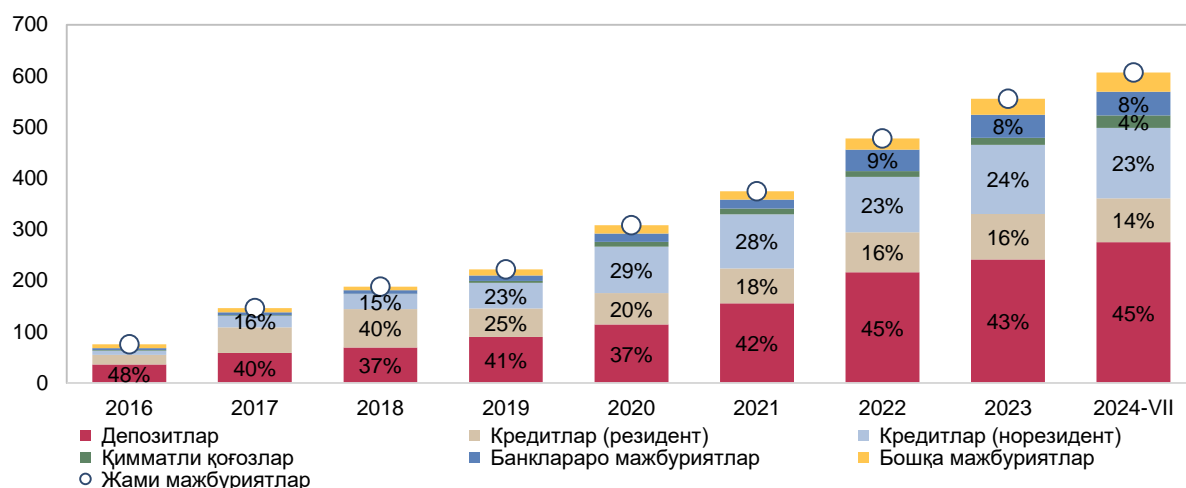
Хусусан, халқаро амалиётда банкларнинг барча турдаги мажбуриятлари (*Марказий банк ва резидент тижорат банклари олдидаги мажбуриятлар бундан мустасно*) мажбурий захиралашга тортилади. Бизнинг ҳолатда, бугунги кунда банклар мажбуриятларининг 44 фоизи мажбурий захиралаш базасига киритилади ва қолган 56 фоизи депозит бўлмаган мажбуриятлар эканлиги сабабли уларга нисбатан мажбурий захиралаш талаби қўлланилмайди (*4-расм*).

Шу жумладан, банк тизимининг хорижий валютадаги мажбуриятларининг 23,4 фоизи мажбурий захиралаш базасига қўшилади. Бугунги кунда, хорижий валютадаги мажбурий захиралаш талабини банкларнинг хорижий валютадаги барча мажбуриятларига нисбатан бўлган меъёрнинг эффектив даражаси 6 фоизга тенг. Бошқа айтганда, барча банк мажбуриятларининг мажбурий захиралаш базасига қўшилиши мажбурий захиралаш талабини жорий ҳажмда сақлаб қолган ҳолда хорижий валютадаги мажбуриятлар бўйича меъёрни 6 фоизгача пасайтириш имконини беради.

Бугунги кунда, Марказий банк томонидан халқаро молия институтлари ва хорижий марказий банклар экспертлари билан биргаликда мажбурий захиралаш инструментини жаҳон стандартларига мувофиқлаштириш чоралари ишлаб чиқилмоқда. Ушбу чоралар мажбурий захиралаш базасини кенгайтириш, унга мос равишда меъёрларни пасайтириш ва хорижий валютадаги мажбуриятлар бўйича талабни хорижий валютада шакллантириш амалиётига босқичма-босқич ўтишни ўз ичига олади.

Мажбурий захиралаш амалиётининг кўриб чиқилиши, бир томондан, банк тизими мажбуриятларидаги таркибий ўзгаришларга ҳам боғлиқ. Хусусан, сўнгги йилларда банклар томонидан ташқи кредит линияларининг фаол жалб этилиши ҳамда давлат томонидан марказлашган ресурсларнинг йўналтирилиши кузатилмоқда (*5-расм*). Ушбу икки турдаги мажбуриятлар нисбатан беқарор ҳисобланиб, марказлашган ресурслар давлат бюджети имкониятлари билан чекланган бўлса, ташқи ресурслар глобал молиявий шароитларга боғлиқ ҳисобланади.

5-расм. Банк тизими мажбуриятлари декомпозицияси



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Банк тизими мажбуриятларининг барқарор шаклланишини таъминлаш, банк балансида валюта номутаносиблигини олдини олиш, депозит бўлмаган мажбуриятларни жалб этишда солиштирма устунлик тақдим этмаслик мақсадида мажбурий захиралаш талаблари бўйича юқорида таъкидланган ўзгаришларни амалга ошириш режалаштирилмоқда.

ГЛОССАРИЙ

Асосий фоиз ставкаси (асосий ставка)	– тижорат банклари учун қарз олиш фоиз ставкасини ҳамда қарз олувчилар учун кредит харажатларини белгилаб берувчи фоиз ставкаси; асосий фоиз ставкасининг ўзгариши банклараро пул бозоридаги фоиз ставкаларига таъсир кўрсатади.
Базавий инфляция	– 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.
Банк тизимининг ликвидлиги	– тижорат банкларининг Ўзбекистон Республикаси Марказий банкида очилган миллий валютадаги вакиллик ҳисобварақларидаги пул маблағлари қолдиқлари.
Банклараро пул бозори	– миллий ва хорижий валюталардаги маблағларни жойлаштириш ва жалб қилиш бўйича қисқа муддатли (одатда бир йилгача) биржа савдо операцияларини ташкил этиш ва ўтказиш тизими.
Вақт тафовути (лаг)	– бир иқтисодий ҳодисани унга боғлиқ бўлган бошқа иқтисодий ҳодисага маълум вақт кечикиш билан таъсир қилиш кўрсаткичи; иккита боғлиқ ҳодиса ёки ҳодисаларнинг юзага келиши ўртасидаги оралиқ вақт.
Даромадлилик эгри чизиғи	– иқтисодиёт ва молияда, маълум бир қарз воситаси (масалан, давлат қимматли қоғозлари) фоиз ставкаларининг (даромадлилигининг) муддатларидан келиб чиқиб ўзгаришини кўрсатадиган эгри чизиқ. Даромадлилик эгри чизиғи муҳим иқтисодий кўрсаткич ҳисобланиб, пул-кредит сиёсатида оид қарорларни иқтисодиётга узатилишида марказий роль ўйнайди. Ушбу эгри чизиқ динамикаси шаклланиши асосида инвесторларнинг келажакдаги фоиз ставкалари, иқтисодий ўсиш ва инфляция даражаси каби макроиқтисодий кўрсаткичлар бўйича кутилмаларини ифодаладиган маълумот манбаи ҳисобланади.
Депозит аукционлари	– банк тизими умумий ликвидлигини бошқариш ва ликвидлигининг 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.
Жорий операциялар ҳисоби	– бу мамлакат тўлов балансининг бир қисми ҳисобланиб, унда резидентлар ва норезидентлар ўртасидаги товарлар, хизматлар, бирламчи ва иккиламчи даромадлар (ишчилар иш ҳақи, инвестициядан олган даромадлар ва бошқалар) оқими акс эттирилади.
Иқтисодий цикл	– иқтисодий ривожланишнинг табиий шакли бўлиб, бунда ишлаб чиқариш ўсиши, бандлик ва ЯИМ ўсиши иқтисодиётнинг пасайиш (рецессия) даврлари билан алмашади.

Инвестицион талаб	– хўжалик юритувчи субъектларнинг ўз фаолиятини юритиш ва кенгайтириш учун фойдаланадиган жисмоний капитал объектлари (машина, ускуналар, материаллар, хомашё ва ҳ.к.) ва хизматларга бўлган талаб. Инвестицион талаб иқтисодийдаги ялпи талабнинг бир қисмидир.
Инерцион инфляция	– инфляциянинг узоқ муддатли даражасидан оғишга олиб келган шоклардан сўнг узоқ муддатли мувозанат даражасигача секинлик билан қайтиш тенденцияси.
Инфляцион кутилмалар	– 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.
Инфляцион кутилмаларни жиловлаш	– аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг келгуси ўрта муддатли давр учун тахмин қилаётган инфляция даражаларини маълум бир миқдорий кўрсаткичга (инфляцион таргетга) боғланиши.
Инфляцион таргет	– узоқ муддатли иқтисодий ўсиш ва нархлар барқарорлигига замин яратадиган инфляциянинг олдиндан расмий эълон қилинган мақсадли кўрсаткичи.
Инфляцион таргетлаш режими	– пул-кредит сиёсати режими бўлиб, унда Марказий банк инфляциянинг ўрта муддатли миқдорий даражасини белгилайди ва эълон қилади. Бунда пул-кредит инструментлари жорий инфляциянинг миқдорий кўрсаткичига эришишга йўналтирилади.
Инфляциянинг монетар омиллари	– Ўрта муддатли истиқболда Марказий банк пул-кредит сиёсати воситаларини инфляция даражасига бевосита таъсир қилиши мумкин бўлган чора-тадбирлари.
Истеъмол нархлари индекси (ИНИ)	– аҳоли томонидан истеъмол учун харид қилинадиган товар ва хизматлар умумий нархлар даражасининг ўзгариш кўрсаткичи. ИНИ белгиланган товар ва хизматлар жорий даврдаги нархлари йиғиндисининг олдинги (базавий) даврдаги нархларига нисбати орқали ҳисобланади.
Истеъмол талаби	– иқтисодийдаги истеъмол товарлари ва хизматларига бўлган жами талаб.
Ишлаб чиқариш тафовути (ялпи ишлаб чиқариш тафовути)	– жорий ва потенциал ЯИМ ўртасидаги фарқ. Ялпи ички маҳсулотдаги ижобий тафовут инфляцион тафовут деб аталади. Бу эса, ялпи талаб ўсиш суръати ялпи тақлиф ўсиш суръатларидан ошиб кетишини ва бу инфляцион босимни юзага келтириши мумкинлигини англатади. Аксинча, ЯИМ салбий тафовути дефляцияга олиб келадиган рецессион тафовут деб аталади.
Макропруденциал чоралар	- молия сектори ёки унинг алоҳида соҳаларида тизимли рискни минималлаштиришга қаратилган фаол тадбирлар мажмуи.

Марказий банкнинг валюта интервенциялари	– Марказий банк томонидан монетар олтинни сотиб олиш натижасида вужудга келган қўшимча ликвидликни стерилизация қилиш, шунингдек, миллий валюта курси кескин ўзгаришини олдини олиш мақсадида Марказий банкнинг валюта сотиб олиш ва сотиш орқали валюта бозоридаги иштироки.
Машинавий ўрганиш (machine learning)	- бу компьютерда дастурни ўқитиш ёки дастурнинг мавжуд маълумотлардан фойдаланган ҳолда берилган вазифаларни мустақил ҳал қилиш алгоритми ҳисобланади. Ушбу усулнинг афзаллиги катта маълумотлар базасидан фойдаланган ҳолда нисбатан аниқроқ прогнозлаштира олади.
Маъмурий тартибга солинадиган нархлар	– бозор механизмлари (талаб ва таклиф) асосида шаклландирилган, аксинча, ҳукумат идоралари, ташкилотлар ва корхоналар орқали алоҳида турдаги маҳсулотлар (товарлар, хизматлар)ни маъмурий йўл билан тартибга солинадиган нархлар.
Молия бозори	– иқтисодий бойликлар алмашинуви жараёнида вужудга келадиган иқтисодий муносабатлар тизими.
Молиявий барқарорлик	– ресурсларни қайта тақсимлашни ва молиявий таваккалчиликни бошқаришни таъминлаган ҳолдаги 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, молия тизимининг фавқулодда ҳолатларда мўтадил фаолият кўрсата оладиган ҳолати.
Молиявий тизим	– турли хил молиявий воситалар ёрдамида давлат, ташкилотлар ва аҳолининг маблағларини шакллантириш ва улардан фойдаланишни таъминлайдиган молиявий ташкилотлар ва молия бозорлари мажмуи. Бунда молиявий институтлар чекланган молиявий ресурсларни бир хўжалик юритувчи субъектларидан бошқаларига қайта тақсимлайдилар.
Очиқ валюта позицияси	– банкнинг хорижий валютасидаги талаблари миқдори унинг хорижий валютасидаги мажбуриятлари миқдорига мос (тенг) бўлмаган ҳолатдаги валюта позицияси.
Пул-кредит сиёсати	– 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.
Пул-кредит сиёсатининг трансмиссион (узатиш) каналлари	– пул-кредит сиёсати соҳасидаги қарорларнинг нархлар динамикаси ва иқтисодиётга таъсир қилиш каналлари. Марказий банк фоиз ставкаси ўзгариши 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: фоиз, кредит, валюта, активлар нархи ва кутилмалар орқали узатилади.

- РЕПО операциялари** – 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).
- Рецессия** – иқтисодиётда ишлаб чиқаришнинг кескин камайиши ёки иқтисодий ўсишнинг сезиларли даражада секинлашиши.
- Стагфляция** – юқори инфляциянинг паст иқтисодий ўсиш билан бирга намоён бўлиши.
- Тижорат банкларининг мажбурий захиралари** – 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 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.
- Тизимли хатарлар** – молиявий бозорнинг алоҳида иштирокчиси ёки иштирокчилар гуруҳи билан боғлиқ хатарлардан фарқли, бутун молиявий тизим ёки молия бозори фаолиятининг қулаш хавфи.
- Тренд** – 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.
- Тўлов баланси** – маълум вақт давомида резидентлар ва норезидентлар ўртасидаги барча иқтисодий битимларни акс эттирувчи статистик ҳисобот.
- Филлипс эгри чизиғи** – инфляция ва ишсизлик даражаси ўртасидаги боғлиқликни кўрсатадиган эгри чизиқ. Филлипс эгри чизиғига кўра, ишсизликнинг паст даражаси юқори инфляцияга олиб келади.
- Фоиз коридори** – 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.
- Халқаро пул ўтказмалари** – пул маблағларини мамлакатга ёки мамлакат ташқарисига халқаро пул ўтказмалари тизимлари орқали ўтказиш.

Ялпи ички маҳсулот дефлятори – маълум бир давр мобайнидаги мамлакат ҳудудида ишлаб чиқарилган ва истеъмол қилинган товар ва хизматлар нархлари умумий даражаси ўзгариши.

Қисқартирилган инфляция – энг юқори ва энг паст нарх ўсишига эга бўлган 10 та товар (хизматлар) гуруҳларини мос равишда истисно қилган ҳолда ҳисобланган инфляция.