



ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ МАРКАЗИЙ БАНКИ

ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИНГ 2022 ЙИЛ ВА 2023-2024 ЙИЛЛАР ДАВРИГА МЎЛЖАЛЛАНГАН АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ



Тошкент – 2021

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки

**ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИНГ
2022 ЙИЛ ВА 2023-2024 ЙИЛЛАР
ДАВРИГА МЎЛЖАЛЛАНГАН
АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ**

Мундарижа

Қисқартмалар	5
Кириш	6
I. 2022-2024 ЙИЛЛАРДА МАКРОИҚТИСОДИЙ РИВОЖЛАНИШ СЦЕНАРИЙЛАРИ ...	9
1.1. Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийси ва пул-кредит сиёсати	11
<i>1-ҳавола. Жаҳон бозорида Ўзбекистоннинг асосий экспорт товарлари нархи динамикаси ва келгуси давр учун кутилмалар</i>	<i>21</i>
1.2. Макроиқтисодий ривожланишнинг муқобил сценарийси ва пул-кредит сиёсати.....	23
<i>2-ҳавола. Халқаро молия бозорлари ва хорижий марказий банкларнинг пул-кредит сиёсатлари таҳлили.....</i>	<i>32</i>
II. 2021 ЙИЛДА ИҚТИСОДИЙ ШАРОИТЛАР ВА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ ТАҲЛИЛИ	37
2.1. 2021 йилда иқтисодий ривожланиш тенденциялари.....	37
2.2. Пул-кредит шароитлари таҳлили	39
2.3. Пул-кредит инструментлари ва ички валюта бозоридаги ўзгаришлар.....	44
<i>3-ҳавола. Пул-кредит сиёсатининг операцион механизми.....</i>	<i>52</i>
III. 2022-2024 ЙИЛЛАРДА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШНИНГ АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ	53
3.1. Операцион механизм ва банклараро пул бозорини янада ривожлантириш чоралари	53
3.2. Ички валюта бозорини янада ривожлантириш йўналишлари.....	58
3.3. Таҳлилий салоҳиятни ривожлантириш йўналишлари.....	60
<i>4-ҳавола. Нархларни онлайн кузатиш тизими.....</i>	<i>62</i>
3.4. Пул-кредит сиёсати трансмиссион механизми самарадорлигини ошириш йўналишлари	65
<i>5-ҳавола. Тижорат банклари кредит портфели таркибидаги ўзгаришлар ва фойз ставкалари динамикаси</i>	<i>73</i>
Иловалар.....	75
1-илова. 2022 йилда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича йиғилишлар графиги.....	75
2-илова. Инфляцион таргетлашнинг барқарор иқтисодий ўсишни таъминлаш ва инфляция даражасини пасайтиришдаги роли.....	76
3-илова. Инфляцияни прогноз қилишда BVAR моделидан фойдаланиш имкониятлари....	80
4-илова. Марказий банк рақамли валютаси: хориж тажрибаси таҳлили ва амалиётга жорий этиш имкониятлари	87
5-илова. Банк тизими умумий ликвидлиги прогнози ва унда эконометрик моделлардан фойдаланиш имконияти.....	93
6-илова. Давлат бюджети инвестицион харажатларининг иқтисодиётдаги хусусий инвестицияларга таъсири.....	99

Қисқартмалар

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

Кириш

Пул-кредит сиёсатининг **асосий йўналишларида** 2022 йил ва 2023-2024 йилларда пул-кредит сиёсати соҳасида амалга ошириладиган ишлар, ташқи ва ички иқтисодий шароитлар ўзгарган ҳолатларда Марказий банк томонидан кўриладиган чоралар, пул-кредит сиёсатини юритишдаги ёндашувлар ва такомиллаштириш истиқболлари акс эттирилган.

Мазкур ҳужжатни ишлаб чиқишда, биринчи навбатда, иқтисодиётда нархлар ва молиявий барқарорликни таъминлаш, инфляция даражасини 2023 йил якунига қадар **5 фоизгача** пасайтириш мақсадларидан келиб чиқилган.

Ташқи ва ички шароитларнинг келгусидаги ўзгариши бўйича ҳали ҳам **юқори ноаниқликлар сақланиб қолаётганлигини** инобатга олиб, ўрта муддатли макроиқтисодий прогнозларни ишлаб чиқишда икки хил сценарий асосидаги ривожланиш кутилмаларига таянилди.

Бунда ташқи ва ички омилларнинг макроиқтисодий кўрсаткичларга таъсир кўлами ва давомийлигини инобатга олиб, ўрта муддатли макроиқтисодий ривожланишнинг **асосий** ва

муқобил сценарийлари ишлаб чиқилди.

Жаҳонда вакцинациялаш жараёнининг бориши ривожланган давлатлар бўйича иқтисодий ўсиш суръатларининг тезроқ тикланиши, ривожланаётган давлатларда эса нисбатан сустроқ тикланишини белгиловчи асосий омиллардан бўлаётган шароитда сценарийлар шартларини белгилашда пандемия билан боғлиқ вазият муҳим омил сифатида қаралди.

Шунингдек, бу йилги ҳисоб-китобларда иқлим ўзгаришлари ва асосий озиқ-овқат маҳсулотлари таклифи, молиявий барқарорлик кўрсаткичлари, амалга оширилиши кўзда тутилаётган ислохотлар ва уларнинг кутилаётган натижалари шартли омиллар сифатида инобатга олинди.

Макроиқтисодий ривожланишнинг **асосий сценарийсида** ташқи ва ички иқтисодий шароитларнинг босқичма-босқич яхшиланиб бориши кутилаётган бўлиб, кескин ташқи хатарлар юзага келиши кўзда тутилмайди.

Пандемия билан боғлиқ вазият нормаллашиб, инсон ресурслари миграцияси ва трансчегаравий ҳаракатлар бўйича чекловлар жорий этилмайди.

Мазкур сценарийга кўра, иқтисодий фаоллик юқори суръатларда жадаллашиб бориб, инвестицион ва истеъмол талаби пандемиягача бўлган даражага тўлиқ тикланади. Асосий сценарий доирасида иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватлашнинг муҳим драйвери сифатида **хусусий ички ва ташқи инвестициялар** ҳамда иқтисодиёт тармоқларида амалга ошириладиган **таркибий ислохотлар** қаралмоқда.

Макроиқтисодий ривожланишнинг **муқобил сценарийсида** жаҳонда пандемия билан боғлиқ вазиятнинг кескинлигича қолиши сабабли ташқи шароитларнинг ноқулай шаклланиши, халқаро молия бозорларида вазиятнинг таранглашиши ва асосий савдо ҳамкорларда иқтисодий фаолликнинг пасайиши каби эҳтимоллар асос қилиб олинган.

Ушбу сценарий шартлари юз берган ҳолатда ташқи талаб даражаси 2022 йилда пасайиб, ички истеъмол ва инвестицион харажатлар суръатларида бироз секинлашиш кузатилиши мумкин.

Прогнозларда инобатга олинган хатарларнинг бирма-бир ёки бир нечтасининг бир вақтда рўй беришига қараб, уларнинг қанчалик давом этиши ва миллий

иқтисодиётга салбий таъсири баҳоланди.

Асосий сценарийда пул-кредит сиёсатининг нисбатан қатъий шароитлари сақлаб қолинса, **муқобил сценарийда** эса пул-кредит шароитларини бироз юмшатиш ҳамда нархлар барқарорлиги ва иқтисодий фаолликни рағбатлантириш мақсадлари ўртасидаги мувозанатни таъминлаш бўйича чоралар кўрилиши мумкин.

Келгуси йилларда операцион механизмни янада такомиллаштириш ва пул бозорини ривожлантириш билан биргаликда, ички валюта бозорида ислохотларнинг навбатдаги босқичини амалга ошириш, таҳлилий-прогноزلаш салоҳиятини ривожлантириш ва пул-кредит сиёсати трансмиссион механизми самарадорлигини ошириш борасида амалга ошириладиган чора-тадбирлар Марказий банкнинг диққат марказида бўлади.

Трансмиссион механизм самарадорлигини ошириш вазифаси молия бозорини, хусусан, **давлат қимматли қоғозлари бозорини** ривожлантириш, хусусий **капитал бозори** кўламини ошириш ва иқтисодиётда банклардан ташқари **молиявий**

воситачилик институтларини ривожлантириш билан боғлиқдир.

Келгуси йилларда алоҳида аҳамият қаратилиши лозим бўлган масала – бу инфляциянинг узоқ муддатли барқарор омилларини бартараф этиш ҳисобланади. Бу, биринчи навбатда, истеъмол бозорида **рақобатни ривожлантириш**, истеъмол товарлари **ишлаб чиқариш ҳажмини** ошириш, товарлар импортида **концентрациялашув даражаси-**

ни пасайтириш, ҳудудларда **савдо ва хизмат кўрсатиш инфратузилмасини ривожлантириш** каби чораларни амалга оширишни тақозо этади.

Ушбу таркибий ислохотларнинг муваффақиятли амалга оширилиши инфляциянинг таргет даражасига етганидан сўнг пул-кредит шароитларини босқичма-босқич **нейтрал шартларга** ўтказиш имконини беради.

I. 2022-2024 ЙИЛЛАРДА МАКРОИҚТИСОДИЙ РИВОЖЛАНИШ СЦЕНАРИЙЛАРИ

Жаҳон иқтисодиётида **2020 йилда** коронавирус пандемияси ва қатъий карантин чекловларининг киритилиши таъсирида юзага келган глобал иқтисодий инқироз шароитида иқтисодий фаолликнинг кескин пасайиши, трансчегаравий алоқаларнинг чекланиши ва таъминот занжиридаги узилишлар ҳамда пул-кредит ва солиқ-бюджет сиёсатларининг сезиларли даражада юмшатилиши кузатилди.

2021 йилда эса пандемия билан боғлиқ вазиятнинг нисбатан яхшиланиши, карантин чораларининг юмшатилиши, иқтисодиёт субъектларининг пандемияга мослашув даражасининг ортиши ҳисобига иқтисодий фаолликнинг сезиларли тикланиши кузатилиб, ялпи талаб ҳажмининг пандемиягача бўлган даражасига етишига хизмат қилди.

Бунда чегаралараро алоқалар ва таъминот занжиридаги узилишларнинг сақланиб қолиши фонида ялпи тақлиф ҳажмининг талабга нисбатан секинроқ тикланиши жаҳон миқёсида **инфляцион жараёнларнинг тезлашишига** олиб келди.

2020 йилнинг сўнги чорагидан бошлаб асосий озиқ-овқат маҳсулотлари ва **2021 йил** бошидан **энергия ресурслари** нархларида кузатилган сезиларли ўсиш ҳам аксарият давлатларда инфляциянинг мақсадли кўрсаткичидан юқори шаклланишига сабаб бўлди.

Юқорида қайд этилганидек, ташқи ва ички шароитларнинг келгусида ўзгариши бўйича ҳали ҳам **юқори ноаниқликлар сақланиб қолаётганлиги** боис ўрта муддатли макроиқтисодий прогнозларни ишлаб чиқишда икки хил сценарий асосидаги ривожланиш кутилмаларига таянилди.

Сценарийларни шакллантиришда ташқи иқтисодий шароитларнинг ўзгариши, халқаро молия ташкилотларининг жаҳон иқтисодиёти ва асосий экспорт товарлари нархлари бўйича прогнозлари, асосий савдо-ҳамкор давлатларда кутилаётган вазият, ички иқтисодий шароитлардаги кутилаётган тенденциялардан келиб чиқилди.

Шарт-шароитлар	Таъсир этувчи омиллари ва каналлар	
	Асосий сценарий	Муқобил сценарий
1. Пандемия билан боғлиқ вазият	Пандемия билан боғлиқ вазият барқарорлашиб боради, вакциналаш муваффақиятли давом эттирилади.	Вируснинг янги штамплари пайдо бўлиши туфайли карантин чоралари локал тарзда яна кучайиш эҳтимоллари ошади.
2. Ташқи талаб	Ташқи фаолликнинг тикланиши фонида асосий савдо ҳамкорларда ташқи талаб ортиб, экспорт ҳажми ўсиб боради. Жаҳон иқтисодиётида 2022 йил ва ундан кейинги йилларда ХВЖ базавий сценарийси бўйича ўсади.	Логистика ва инсон ҳаракатланишида қийинчиликларнинг сақланиб қолиши экспорт ҳажми ўсиш суръатига салбий таъсир кўрсатади. Жаҳон иқтисодиётида 2022 йилда яна пасайиш кузатилиши мумкин.
	Пул ўтказмалари ҳажми узоқ йиллик тренд доирасида ўсувчи динамикага эга бўлади.	Пул ўтказмаларида 2022 йилда ўсиш динамикаси кузатилмайди, 2023-2024 йилларда ўсиш секин суръатларда тикланади.
	Нефт нархи 2022 йилда юқори даражада сақланиб қолади (бензин нархига ташқи босим маълум даражада сақланиб қолади).	Нефть нархи 2022 йилда пасаювчи динамикага эга бўлади (ички бозорда бензин нархига пасайтирувчи таъсир кўрсатади).
	Асосий савдо ҳамкорлар валюталарида кескин ўзгаришлар кузатилмайди. Миллий валюта курси нисбатан барқарор шакланиб, реал самарали алмашув курсига нисбатан кучли босим юзага келмайди ва РСАК узоқ муддатли тренд доирасида шаклланади.	Ташқи қарз юқининг ортиши, нефть нархининг пасайиши ва бошқа салбий омиллар таъсирида асосий савдо ҳамкорлар валюта курслари юқори суръатларда қадрсизланиши мумкин. Бу, ўз навбатида, реал самарали алмашув курсининг тренддан узоқлашишига олиб келади.
3. Олтин нархи	Олтиннинг хавфсиз актив сифатидаги роли 2022-2024 йилларда босқичма-босқич пасайиб боради.	Олтиннинг хавфсиз актив сифатидаги роли сақланиб қолиб, 2022 йилда ўсувчи динамикага эга бўлади, 2023 йилдан пасайиб боради.
4. Ташқи молиявий шароитлар	Тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар 2022-2024 йилларда босқичма-босқич сезиларли ўсиб боради.	Тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларда 2022 йилда ўсиш кузатилмайди ва 2023-2024 йилларда секин тиклана бошлайди.
	Жаҳон иқтисодиётининг тикланиши билан ривожланган давлатларда 2022 йил иккинчи ярмидан пул-кредит сиёсатини қатъийлаштириш фазасига ўтилади ва молия бозорларида фоиз ставкалари босқичма-босқич ошиб боради.	2022 йилда ҳам ривожланган ва ривожланаётган давлатларда жорий пул-кредит сиёсати шароитлари сақланиб қолади ва уни нисбатан қатъийлаштириш 2023-2024 йилларга кечиктирилади.
5. Иқлим ўзгариши, ҳосилдорлик даражаси	Асосий озиқ-овқат нархлари индекси (ФАО) 2022 йилда пасаяди ва 2023-2024 йилларда узоқ муддатли тренди атрофидан шаклланади. Товарлар етказиб берилиши ва логистикасидаги узлишлар тикланади. Иқлим ўзгаришлари таъсирлари минималлашади ва ишлаб чиқариш ошиб боради.	Асосий озиқ-овқат нархлари индекси (ФАО) 2022 йилда ўсувчи динамикада бўлади, 2023-2024 йилларда биров пасайиши мумкин. Етказиб бериш, логистика ҳамда экиш даврида меҳнат ресурсларида қийинчиликлар, иқлим ўзгаришларининг таъсирлари сақланиб қолади ва мослашувчанлик ўзгармайди.
6. Ички шароитлар ва ялли талаб	2022 йилдан фискал консолидация бошланади. 2023-2024 йилларда умумий фискал дефицит босқичма-босқич пасайиб боради.	2022 йилда ҳам фискал рағбатлантириш сақланиб қолади. Умумий фискал дефицит ҳажми 2022 йилда 2020 йил даражасида бўлиши мумкин.
	2022 йилнинг биринчи ярмида ЯИМ тафовути тўлиқ ёпилади ва 2023 йилда иқтисодиёт ўзининг потенциал даражасига етади.	Иқтисодиётда реал даромадларнинг тикланиши ортага сурилади. 2023 йилнинг биринчи ярим йиллигигача ЯИМнинг салбий тафовути сақланиб қолади, иқтисодий ўсиш ўзининг потенциали даражасидан паст бўлади.
7. Молиявий барқарорлик шароитлари	Кредитлар қолдигининг ўсиши номинал ЯИМ ўсиш даражасида бўлиб, юқори қайтувчанлик даражаси сақланиб қолади.	Кредитлар қолдигининг ўсиши номинал ЯИМ ўсиш даражасида бўлса-да, кредитларнинг қайтувчанлик даражаси 2021 йил даражасидан пасайиши мумкин. Умидсиз қарзлар (NPL) салмоғи ошиб бориши мумкин.
8. Таркибий ислохотлар	1) Тартибга солинадиган нархлар 2022 йилда бир мартада тўлиқ эркинлаштирилади.	Тартибга солинадиган нархларни эркинлаштириш масаласи кечиктирилиб, 2023 йилдан кейинга қолдирилади.
	2) 2022-23 йиллар давомидан босқичма-босқич эркинлаштирилади.	
	Саноат ва қишлоқ хўжалиги соҳасидаги таркибий ислохотлар муваффақиятли амалга оширилади. Ташқи савдо шартлари халқаро стандартларга босқичма-босқич мослаштириб борилади. Иқтисодиётдаги ва импортдаги концентрациялашув даражаси босқичма-босқич пасайтирилади. Ички бозорнинг ҳар бир соҳасида рақобат ошиб боради. Амалга оширилаётган таркибий ислохотлар ҳисобига иқтисодиётда меҳнат унумдорлиги ва инвестициялар самарадорлиги ошиб бориб, иқтисодий ўсишни таъминлашда молиявий ва капитал омилларига нисбатан сифат ўзгаришлари омилларининг роли ошиб боради.	Ислохотлар асосан соғлиқни-сақлаш тизимида давом эттирилади, иқтисодиёт соҳаларида таркибий ислохотларни амалга ошириш суръатлари биров секинлашиши мумкин. Иқтисодиётдаги ва импортдаги концентрациялашув даражаси ошиб боради ва натижада ички нархлар ташқи бозорлардаги нархлардан юқори даражада бўлиши мумкин.

1.1. Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийси ва пул-кредит сиёсати

Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийсига кўра, жаҳонда ва мамлакатимизда **пандемия билан боғлиқ вазият** барқарорлашиб боради ва аҳолини коронавирусга қарши эмлаш ишлари фаол давом эттирилади. Жаҳон иқтисодиётининг инқироздан кейинги тикланиши давом этиб, аксарият давлатларда иқтисодиёт ўзининг потенциал даражасига чиқади. Бунда вируснинг янги янада хавфли штамmlарининг тарқалмаслиги ва карантин чораларининг босқичма-босқич юмшаб бориши ҳам асосий шартлар сифатида қабул қилинган.

Ташқи иқтисодий шароитлар

Жаҳон иқтисодиётида пандемия даврида **пул-кредит шароитлари ва фискал сиёсат-нинг юмшатилиши** орқали йўналтирилган рағбатлантириш чоралари келгуси йилларда ҳам глобал иқтисодиётнинг барқарор ўсишига ижобий таъсир кўрсатади. Кўпчилик ривожланган давлатларда иқтисодий ўсишни таъминлаш учун кенг кўламли инфратузилмавий инвестицияларни жадал амалга оширилиши кутилмоқда. Бунда асосий эътибор “яшил ва рақамли иқтисодиёт”ни

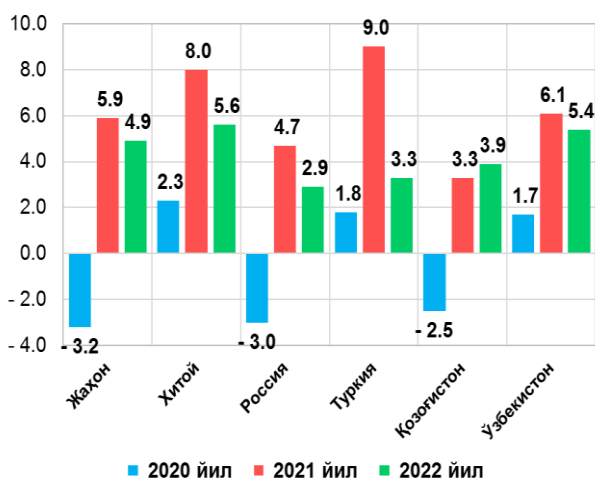
ривожлантиришга қаратилиб, қайта тикланувчи энергия ресурслари ишлаб чиқаришни кенгайтиришга йўналтирилган лойиҳалар фаол амалга оширилади.

Жорий йилда иқтисодий фаолликнинг кутилганидан кўра тезроқ тикланиши ҳисобига ХВЖ ва Жаҳон банки томонидан жаҳон иқтисодиёти ва асосий савдо ҳамкорларимиз иқтисодиётининг ўсиш суръатлари ошириш томонга қайта кўриб чиқилган бўлиб, юқори база таъсирида 2022 йил учун ўсиш кўрсаткичлари маълум даражада пасайтирилган.

Халқаро валюта жамғармасининг прогнозларига кўра, жаҳон иқтисодиёти 2021 йилда **5,9 фоизга**, 2022 йилда **4,9 фоизга**, 2023-2024 йилларда эса **3,5 фоиз** атрофида ўсиши кутилмоқда (1-расм).

Шунингдек, асосий ҳамкор давлатларда ҳам иқтисодий фаолликнинг жадал тикланиб бориши кутилаётган бўлиб, савдо ҳамкорларимиздаги юқори ўсиш суръатлари, ўз навбатида, ташқи талабни, хусусан, экспорт товарларимизга бўлган талабни ошириши орқали мамлакатимиз иқтисодий ўсишига ижобий таъсир кўрсатади

1-расм. Халқаро валюта жамғармасининг жаҳон иқтисодиёти ўсиши бўйича прогнозлари

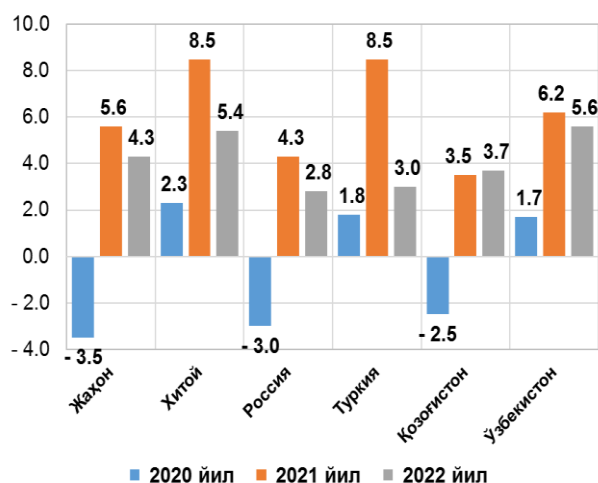


Манба: ХВЖ, Жаҳон иқтисодий истиқболлари (Октябрь, 2021 йил)

Бунда асосий озиқ-овқат товарлари ва энергия ресурслари нархларининг кескин ошиши фонида аксарият давлатларда шаклланган **жорий инфляцион жараёнларнинг вақтинчалик хусусиятга эга бўлиши** кутилаётган бўлиб, инфляцияни пасайтириш бўйича амалга ошириладиган пул-кредит сиёсати чоралари таъсирида келгуси йил якунига қадар асосий савдо ҳамкорларимизда ҳам инфляция даражаси ўзининг мақсадли кўрсаткичига қадар пасайиши кутилмоқда.

Ўрта муддатли истиқболда асосий ривожланаётган давлатларда пул-кредит шароитларининг жорий қатъийлаштириб бориш фазасининг яқунланиши нейтрал ёки рағбатлантирувчи фазага

2-расм. Жаҳон банкининг жаҳон иқтисодиёти ўсиши бўйича прогнозлари



Манба: Жаҳон банки, Европа ва Марказий Осиё иқтисодий истиқболлари

ўтиш ва юқори иқтисодий ўсиш кўрсаткичларига эришиш имконини беради.

Иқтисодий фаолликнинг тикланиши ва нефть нархининг юқори даражада сақланиб қолиши шароитида 2022 йилда ҳам асосий савдо ҳамкорларимиз миллий валюталари алмашув курсларида кескин ўзгаришлар (доллар индекси ўзгариши таъсиридан ташқари) кутилмаяпти.

Бу, ўз навбатида, миллий валютамиз алмашув курсига ҳам ташқи босим эҳтимолини пасайтиради, реал самарали алмашув курси ўзининг узоқ муддатли тренди доирасида бўлади.

Ташқи талабнинг ортиб бориши, асосий экспорт товарларимиз бўйича нархларнинг қулай шаклланиши ва реал

самарали алмашув курсининг фундаментал тренд доирасида тебраниши фонида **экспорт** (олтинсиз) **ҳажми** 2022 йилда **20-25 фоизга**, 2023-2024 йилларда **15-22 фоиз атрофида** ўсиб бориши прогноз қилинмоқда.

Бунда келгуси йилда ҳам биржа товарлари нархларининг ижобий кутилаётганлиги сабабли **рангли металллар ва текстиль маҳсулотлари** экспортининг юқорироқ суръатларда ўсиши прогноз қилинмоқда. Шунингдек, пандемия билан боғлиқ вазиятнинг яхшиланиши шароитида **хизматлар экспортида** (туризм хизматлари) ҳам сезиларли тикланиш ва ўсиш суръатлари кутилмоқда.

Ўз ўрнида, иқтисодиётда таркибий ислохотларнинг фаол давом эттирилиши, инвестицион лойиҳалар самарадорлигининг ортиши ва хусусийлаштириш жараёнларининг жадаллашиши ҳисобига ўрта муддатли истиқболда ички ишлаб чиқариш ҳажмининг ортишига мутаносиб равишда **импорт ҳажмининг** ҳам ўсиб бориши кутилмоқда. Импорт ҳажмининг 2022 йилда **10-12 фоиз**, 2023 йилда **13-17 фоиз**, 2024 йилда **9-10 фоиз** атрофида ўсиши прогноз қилинмоқда.

Импорт таркибида машина ва ускуналар импорти улушининг юқори сақланиб қолиши, ўз навбатида, ишлаб чиқариш ҳажми ва узоқ муддатли иқтисодий ўсишнинг асосий омилларидан бўлади ҳамда ўрта муддатли истиқболда **хомашё импорти** ошиб боради.

Бунинг натижасида тўлов балансининг **жорий операциялар ҳисобварағи манфий сальдоси** ЯИМга нисбатан **5-7 фоиз** даражасида сақланиб қолади. Тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларнинг кутилаётган ошиши ҳамда қарз маблағларининг жалб этилиши мазкур манфий тафовутни молиялаштиришнинг асосий манбаларидан бўлади. Айти пайтда инвестициялар ҳажми йилдан йилга ошиб боришига мутаносиб равишда ташқаридан қарз жалб қилиш ҳажмининг қисқариб бориши кутилмоқда.

Бунда пул-кредит сиёсатининг нисбатан қатъий шароитларининг сақланиб қолиши ва иқтисодиётда инфляциянинг пасайиб боришига мос равишда **доимий реал фоиз ставкаларининг** таъминланиши иқтисодиётда ички хусусий ва ташқи инвестициялар барқарор ошиши учун зарур фундаментал шароит яратади.

1-жалвал. Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийси бўйича прогнозлар (фоизда)

Кўрсаткичлар	2020 й. (факт)	Асосий сценарий прогнозлари (йиллик ўсиш, фоизда)			
		2021 й.	2022 й.	2023 й.	2024 й.
Йиллик инфляция даражаси	11,1%	9,8-9,9%	8-9%	5-6%	5%
ЯИМ реал ўсиши	1,7%	6,5-7,2%	5,5-6,5%	5-6%	6-6,5%
Якуний истеъмол харажатлари ўсиши	-0,5%	9-10%	6-6,5%	6,3-7,2%	5,2-5,7%
- уй хўжаликлари	-1,2%	10-12%	6-7%	6,1-7,2%	5,1-5,8%
- давлат бошқарув органлари	2,0%	8-9%	5-6%	6,4-7,5%	4,4-5,1%
Асосий капиталга инвестициялар ўсиши	-8,2%	13-17%	6,3-8,4%	8,5-10,3%	9,4-11,2%
- марказлашган инвестициялар	-34,9%	30-40%	1-2,2%	8,4-10,2%	8-9%
- марказлашмаган инвестициялар	2,0%	10-14%	9-11,3%	8-11%	9-11%
шундан, тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар	-32,7%	15-20%	30-40%	25-30%	10-15%
Умумий фискал баланс (ЯИМга нисбатан)	-4,4%	-(4,5-5,5)%	-(2,6-3,1)%	-(2-3)%	-(2-2,5)%
Экспорт ҳажми ўсиши (олтинсиз)	-25,6%	25-30%	20-25%	15-20%	17-22%
Импорт ҳажми ўсиши	-12,8%	16-19%	8-10%	13-17%	9-10%
Кредит қўйилмалари қолдиғи ўсиши	34,3%	18-20%	17-19%	15-17%	14-15%

Манба: Марказий банк прогнозлари

Ташқи савдо ҳажмининг тикланиши ва ўсиши кўп жиҳатдан трансчегаравий алоқаларнинг яхшиланишига, давлатлар ўртасида инсон ҳаракати билан боғлиқ

чекловларнинг юмшатилиши, авиақатновлар, логистика ва транспорт ҳаракатининг тикланишига боғлиқ бўлади.

Жорий йилда **транспорт-логистика тизимидаги муаммолар ва узилишлар** фонида транспорт харажатларининг кекин ортганлиги экспорт ва импорт нархларига таъсир этган асосий омиллардан бўлди. Келгуси йилларда ушбу номутаносибликларнинг босқичма-босқич бартараф этиб борилиши нархларга ижобий таъсир кўрсатади.

Асосий савдо ҳамкорларда иқтисодий ўсиш суръатларининг тикланиши ва миллий валюталари алмашув курсининг барқарор бўлиши, ўз навбатида, мамлакатимизга **трансчегаравий пул ўтказмалари** ҳажмининг 2022-2024 йилларда йиллик **10-12 фоизга** ортишига хизмат қилади. Бунда Россия ва Қозоғистондан пул ўтказмаларининг улуши юқорилиги боис ушбу давлатларда макроиқтисодий жараёнлар ушбу кўрсаткич динамикасини белгилайди.

Жорий йилда жаҳонда ялпи таклиф ҳажмида кузатилган айрим узилишларга қарамасдан глобал савдо ҳажми 2022-2024 йилларда барқарор ўсиб бориши тахмин қилинмоқда. Бирлашган миллатлар ташкилотининг озиқ-овқат ва қишлоқ хўжалиги маҳсулотлари нархларини ўзида ифодаловчи ФАО индексининг йиллик ўсиши 2021 йилнинг сентябрь ойида

32,8 фоизни ташкил этган бўлса-да, озиқ-овқат маҳсулотлари таклифининг тикланиши ва қишлоқ хўжалигида ҳосилдорликнинг ортиши ҳисобига индекснинг келгуси йилларда барқарор пасайиши кутилмоқда. Бунда “яшил иқтисодиёт”ни ривожлантириш ҳисобига узоқ муддатли истиқболда иқлим ўзгаришларининг асосий озиқ-овқат маҳсулотлари ҳосилдорлигига ва нархига таъсири минималлашиб боради.

Шунингдек, нефть нархининг (Брент маркаси) 2022-2023 йилларда 1 баррели учун ўртача **65-80 доллар** доирасида шаклланиши кутилмоқда. Бу, ўз навбатида, ички бозорда ёқилғи маҳсулотлари нархи шаклланишида асосий омил бўлади.

Шу билан бирга, глобал иқтисодий ўсишнинг тикланиши ва етакчи давлатлар томонидан пул-кредит шароитларининг кутилаётган қатъийлаштирилиши фонида молиявий активлар нархида ўсиш тенденциялари кутилмоқда.

Бу эса, капитал қўйилмаларининг хавфсиз актив ҳисобланган олтидан давлат қимматли қоғозларига ва бошқа молиявий инструментларга ўтишига олиб келади.

Шу сабабли, олтиннинг хавфсиз актив сифатидаги роли ва мос равишда нархининг пасайиб бориши ҳамда 2022-2023 йилларда 1 трой унция учун **1 600-1 700 доллар** атрофида шаклланиши кутилмоқда.

Жаҳон иқтисодиётининг тикланиши ва жорий тезлашган инфляцион жараёнлар сабабли ривожланган давлатлар томонидан **пул-кредит шароитларининг қатъийлаштирилиши** (*taper tantrum*¹) жорий йил сўнгидан бошлаб амалга оширилиши эҳтимоллиги ортиб бормоқда.

Миқдорий юмшатиш ҳажмининг қисқариши ва фоиз ставкаларининг ортиши фонида жаҳон иқтисодиётида инфляция даражасининг пасайиб, келгуси йилларда мақсадли кўрсаткичи (таргети) доирасида шаклланишига ёрдам беради.

Ички иқтисодий шароитлар

Мамлакатимизда иқтисодий фаолликнинг юқори суръатлар билан тикланиши натижасида 2022 йилнинг биринчи ярмида **ЯИМ тафовутининг тўлиқ**

ёпилиши ва 2023 йилда иқтисодиёт ўзининг потенциал даражасига етиши прогноз қилинмоқда (3-расм).

Иқтисодий ўсиш даражаси 2022 йилда **5,5-6,5 фоиз**, 2023-2024 йилларда ҳам **6 фоиз** атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда (4-расм).

Асосий сценарий доирасида иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватлашнинг асосий драйвери сифатида **хусусий ички ва ташқи инвестициялар** ва иқтисодиёт тармоқларида амалга оширилган **таркибий ислохотлар** қаралмоқда.

Бунда **хусусийлаштириш жараёнларининг** изчил давом эттирилиши, давлат улуши мавжуд **корхона ва банklar трансформациясининг** якунига етказилиши, рақобатнинг яхшиланиб бориши, қишлоқ хўжалигидаги ислохотлар ва иқтисодиёт тармоқларида **унумдорликни ошириш (энергия ишлаб чиқариш блокларида тежамкорликнинг оширилиши, қуёш ва шамол энергетикаси ҳамда сувни тежовчи технологияларнинг**

¹ **Taper tantrum** – Марказий банкнинг миқдорий юмшатиш (QE – Quantitative easing) сиёсатининг қисқартирилиши ва фоиз ставкаларининг оширилиши билан боғлиқ вазият бўлиб, “taper” – активлар харид қилиш ҳажмининг қисқариши ва “tantrum” – фоиз ставкаларининг оширилишини ифодалайди. Пандемия даврида аксарият ривожланган ва айрим ривожланаётган давлатлар ҳам активларни (давлат қимматли қоғозлари, корпоратив облигациялар, ипотека билан таъминланган қимматли қоғозлар ва бошқалар) сотиб олиш орқали иқтисодиётга маблағларни чиқариш инструментида фойдаланган бўлиб, иқтисодий фаолликнинг тикланиши билан ушбу амалиётлар ҳажмининг қисқартирилиши ва тўхтатилиши кутилмоқда.

жорий этилиши) бўйича кўриладиган чоралар муҳим аҳамият касб этади.

Пандемиядан сўнг мамлакатлар ўртасида хорижий инвестицияларни жалб қилишга бўлган рақобатнинг кучайиши шароитида мамлакатимизга йилига **5-6 млрд. доллар** миқдорида хорижий инвестицияларни жалб қилишнинг асосий шarti сифатида анъанавий инвестицион ва бизнес муҳитини яхшилаш билан бирга, **замонавий янги бизнес йўналишларига** (ахборот технологиялари, молиявий ва логистик хизматлар, экотуризм) шароит яратиш ҳамда уларни хорижий инвесторлар ўртасида **самарали тарғиб қилиш** муҳим аҳамият касб этади.

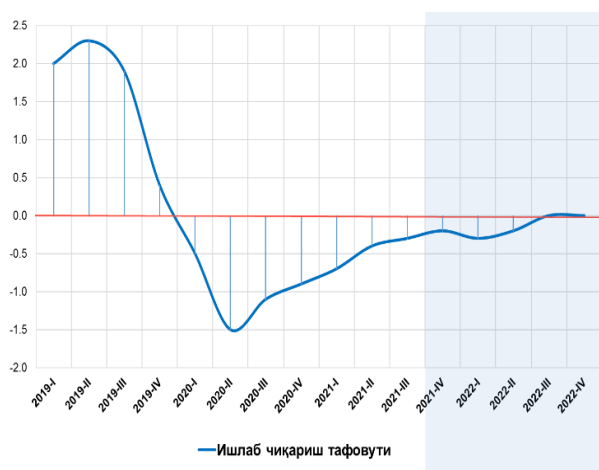
Ўтган йилларда амалга оширилган **бюджетдан молиявий**

рағбатлантиришлар 2022-2023 йилларда ўзининг **инерцион таъсирларига** эга бўлса, кейинги даврларда **хусусий инвестицион рағбатлантиришлар** иқтисодиётни реал ҳисобда ўсишини таъминлашга хизмат қилади.

Бунда хусусий инвестицияларнинг **қиймат яратишдаги мультипликацион эффекти ва самарадорлиги** бюджетдан молиявий рағбатлантиришларга нисбатан юқори бўлади.

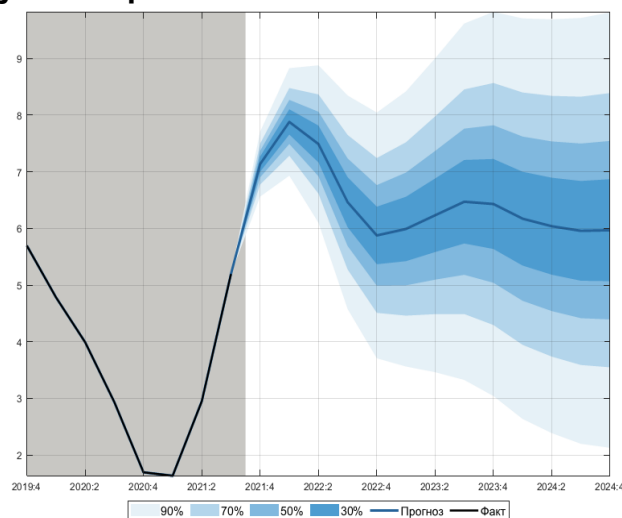
Ушбу сценарий шартларида **якуний истеъмол харажатларининг** реал ўсиши 2022 йилда **6-6,5 фоиз**, 2023-2024 йилларда эса **5-7 фоиз** атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда ва бу иқтисодиётда ялпи талабнинг барқарор шаклланишига замин яратади.

3-расм. Ялпи ички маҳсулот тафовути прогнози



Манба: Марказий банк прогнозлари

4-расм. Ялпи ички маҳсулотнинг реал ўсиши прогнози



2020-2021 йилларда, пандемия даврида, иқтисодиётни қўллаб-қувватлаш учун йирик миқдордаги фискал рағбатлантириш ишлари амалга оширилди.

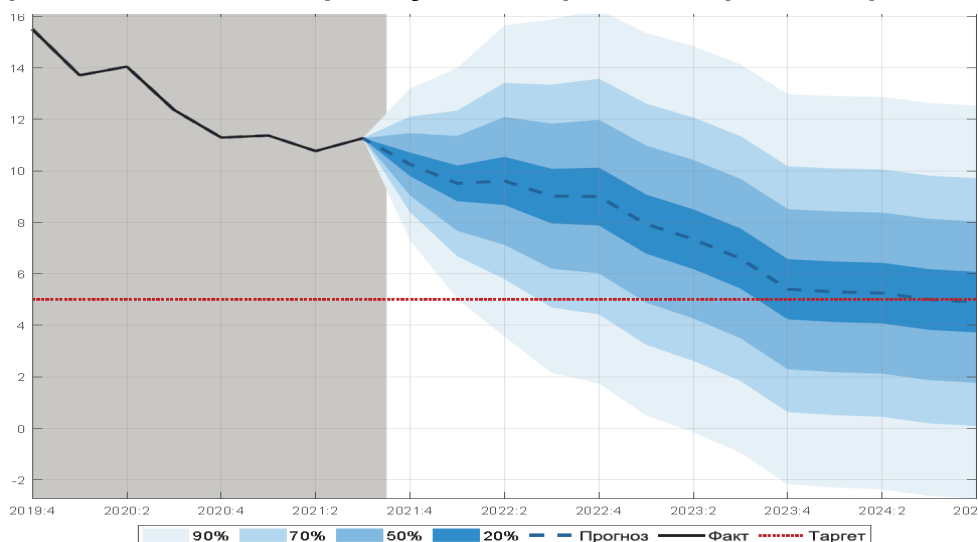
Натижада умумий фискал тақчилликнинг ЯИМга нисбати 2020 йилда **4,4 фоизни** ташкил этган бўлса, 2021 йилда ушбу кўрсаткич **4,5-5,5 фоизгача** етиши кутилмоқда.

Келгуси йилларда мамлакатда макроиқтисодий барқарорликни таъминлаш вазифаси 2022 йилдан босқичма-босқич **фискал консолидация бошланишини** тақозо қилади ва фискал тақчилликнинг ЯИМга нисбати 2023-2024 йилларда **2-3 фоиз** атрофида шаклланиши прогноз қилинмоқда. Асосий капиталга йўналтириладиган инвестициялар ҳажми 2022 йилда **6,3-8,4 фоизга**,

2023 йилда **8,5-10,3 фоизга** ўсиши ва 2024 йилда ушбу ўсиш суръатлари янада жадаллашиб **9,4-11,2 фоизгача** етиши прогноз қилинмоқда.

Давлат улуши мавжуд корхоналар ва банкларни **трансформация қилиш ва хусусийлаштириш** бўйича ишлар фаол давом эттирилади. Хусусий секторнинг ялпи ички маҳсулотдаги улуши босқичма-босқич ошириб борилади. Шунингдек, **капитал бозорини ривожлантириш** бўйича чоралар амалга оширилиб, иқтисодиётда молиявий ресурсларнинг самарали қайта тақсимланишини таъминлаш учун зарур бўлган **молия бозорлари** фаолияти ислоҳ қилинади.

5-расм. Асосий сценарий бўйича инфляция даражаси прогнози



Манба: Марказий банк прогнозлари

Пандемия туфайли **тартибга солинадиган нархларнинг эркинлаштирилиши** 2021 йилдан кейинги йилларга қолдирилган эди.

Асосий сценарийга кўра, тартибга солинадиган нархларнинг эркинлаштирилиши инфляция динамикасига таъсир кўрсатувчи омиллардан ҳисобланади. Тартибга солинадиган нархларни эркинлаштириш даражасидан келиб чиқиб **инфляция даражаси** 2022 йилда **8-9 фоизни** ташкил этилиши прогноз қилинмоқда.

2023 йилдан нархлари маъмурий равишда тартибга солинадиган товар ва хизматлар нархлари ўзгариши таъсирининг қисқариб бориши билан 2023-2024 йилларда инфляция таргет даражасигача пасайиб **5 фоиз** атрофида шаклланиши прогноз қилинмоқда (5-расм).

Пул-кредит сиёсати

Марказий банк томонидан пул-кредит сиёсати **иқтисодиётда нархлар ва молиявий барқарорликни таъминлаш** мақсадидан келиб чиқиб амалга оширилади. Бунда инфляция даражасига таъсир этувчи омилларнинг характери алоҳида аҳамият касб этади.

Иқтисодиётнинг 2022 йилнинг биринчи ярмида ўз потенциалига етиши, тартибга солинадиган нархларнинг эркинлаштирилиши ва ташқи инфляцион хатарларни инобатга олиб, пул-кредит шароитлари “нисбатан қатъий” даражада сақлаб қолинади.

Тартибга солинадиган нархлар бир мартада эркинлаштирилган тақдирда пул бозорида **2-3 фоизлик реал фоиз ставкаларининг** шаклланишини таъминлаш, тартибга солинадиган нархлар босқичма-босқич эркинлаштирилган ҳолатда эса пул бозоридаги реал фоиз ставкаларини **4-5 фоизлик** даражагача етказиш бўйича чоралар кўрилади.

Ушбу сценарийда, пул-кредит операциялари устувор равишда ликвидликни жалб этиш мақсадларига қаратилади. Ликвидликни жалб қилиш операциялари бўйича (облигациялар ва депозит операциялари) параметрлар **ошириш томонга кўриб чиқилиши** мумкин.

Шунингдек, келгуси йилларда иқтисодиётда кредит қўйилмалари қолдиғи ўсишининг номинал **ЯИМ ҳажми ўсишига мутаносиблиги** сақланиб қолади ҳамда кредит қўйилмалари қолдиғининг ЯИМга

нисбати **45-50 фоиз** атрофида шаклланади.

Иқтисодиётни кредитлаш жараёнларида йил давомида ажратиладиган кредитлар ҳажми ошиб боради ва илгари берилган кредитларнинг қайтувчанлик даражасининг юқори сақланиб қолиши ҳисобига (60-70 фоиз доирасида) кредит қўйилмалари ўсиши барқарорлашади.

Тартибга солинадиган нархларни эркинлаштириш таъсирлари **вақтинчалик характер** касб этган ҳолда иқтисодиётдаги реал фоиз ставкалари даражасининг сезиларли ўзгаришига олиб келмайди ва **пул-кредит сиёсати коммуникацияси** орқали жамоатчиликка атрофлича тушунтиришлар бериш ҳисобига инфляцион кутилмаларни жиловлаш чоралари кўрилади.

Жаҳон бозорида Ўзбекистоннинг асосий экспорт товарлари нархи динамикаси ва келгуси давр учун кутилмалар

Олтин бозори

Олтин нархи 2018 йилдан 2020 йил август ойигача бўлган даврда 1 трой унция учун **1 200-1 400 АҚШ долларидан 2 000 АҚШ долларигача** ошиб борган бўлса, 2020 йил август – 2021 йил март ойларида, глобал талабнинг, биринчи навбатда, олтин маҳсулотлари ишлаб чиқарувчилари талабининг пасайишига олиб келадиган чеклов чоралари, шунингдек, кўплаб марказий банклар етарли миқдордаги олтин захираларини шакллантиришга муваффақ бўлганлиги фонида нархларнинг бироз пасайиши кузатилди.

1-расм. Олтин нархи ўзгариши
(1 трой унция учун АҚШ долларарида)



2-расм. Brent маркали нефть нархи ўзгариши
(1 баррел учун АҚШ долларарида)



Манба: Gold Price ва Markets Insider (businessinsider.com)

2021 йилнинг ўрталаридан ҳозирги кунга қадар қимматбаҳо металл нисбатан барқарор зонада бўлиб, нархларда сезиларли оғишлар кузатилмаяпти. Тебранишлар оралиғи **1 730 - 1 800 АҚШ долларини** ташкил этиб келмоқда.

Олтин бозори 2022 йилда бир-бирига боғланган кўплаб омиллар билан ўзаро алоқадордир. 2020-2021 йилларда АҚШ Федерал захира тизими, ЕМБ ва бошқа марказий банкларнинг ўта юмшоқ пул-кредит сиёсатлари дунёда реал фоиз ставкаларининг пасайишига олиб келди.

Шу аснода, олтин ишонч камроқ бўлган молиявий активларга нисбатан янада фойдали ва жозибador инвестиция объектига айланиб нархи кўтарилди бошлади. Бироқ, 2021 йилнинг биринчи ярмига қараладиган бўлса, тахмин қилинаётган юқори фоиз ставкалари олтин нархи динамикасига қарама-қарши таъсир ўтказди.

2020 йилнинг сентябридан 2021 йилнинг сентябригача бўлган даврда қимматбаҳо металллар нархи ўртача **6,6 фоизга** пасайди.

Иқтисодчилар томонидан яқин келажакда нархларни юқори даражада сақланиб туришига таъсир этувчи омиллар сифатида – хомашё нархларининг глобал ўсиши ва дунёдаги эпидемиологик вазиятнинг кескин сақланиб қолаётганлиги баҳоланмоқда.

Нефть бозори

2021 йилда жаҳон нефть бозорида нархларнинг ўсиш тенденцияси кузатилди. Brent маркали нефть нархи 2021 йил бошидан сентябргача бўлган даврда **55 фоизга** (1 баррел нефть учун 51 АҚШ долларидан 79 АҚШ долларигача) ошди (2-расм). Нефть нархининг асосий драйверлари сифатида:

- нефтнинг энг йирик импортёри ҳисобланадиган Хитойда энергия муаммоларининг мавжудлиги ва табиий газнинг глобал тақчиллиги;

- жорий йилнинг август ойида АҚШнинг Шарқий соҳилида юз берган тўфонлар таъсирида Мексика кўрфазида нефть қазиб олишнинг издан чиқиши ва АҚШдаги глобал захираларнинг кескин камайиши;

- нефтга бўлган талабнинг ўсиб бориши. ОПЕК ва Халқаро энергетика агентлигининг жорий йилнинг сентябрь ойи бошида янгиланган маълумотларига кўра, нефтга талаб 2022 йилнинг иккинчи чорагига қадар кунига 100 миллион баррелдан ошади;

- шимолий яримшарда совуқ қиш келишининг кутилаётганлиги. “Америка банки” глобал таҳлилчиларининг прогнозларига кўра, кейинги 18 ой ичида нефтга бўлган талаб янада кучлироқ ўсиши (нефть нархи 1 баррел учун 100 АҚШ доллари даражасига кўтарилиши) мумкин;

- Европадаги газ захираларининг камайиши (захиралар ўн йил ичида энг паст даражага тушган) электр энергияси ишлаб чиқариш нархини ошириши (Европада энергия нархининг кўтарилиши тўғридан-тўғри нефть нархида акс этади) қаралмоқда.

ОПЕК ва Халқаро энергетика агентлиги нефть бозори жорий йилнинг охиригача пандемиядан олдинги истеъмол даражасига қайтмайди, деб ҳисоблашмоқда.

АҚШ Энергетика вазирлиги ҳисоб-китобларига кўра, Brent нефтининг ўртача нархи 2022 йилда **66** АҚШ доллари атрофида бўлишини прогноз қилмоқда.

Табиий газ

Сўнгги пайтларда табиий газ бозорида сезиларли ўзгаришлар рўй бермоқда. Генри Хуб портида 1 миллион Британия иссиқлик бирлигига (БИБ) тўғри келадиган табиий газ нархи 2021 йил бошидан **икки баробарга** (1 млн. БИБ учун 2,6 АҚШ долларидан 5,8 АҚШ долларигача) ошди.

Бутун дунё бўйлаб табиий газ етказиб беришнинг пасайиши нархларнинг кескин даражада ошишига замин яратмоқда. Углерод чиқарилишини чеклашга қарши глобал саъй-ҳаракатлар табиий газ ва қайта тикланадиган энергия манбаларига талабнинг ошишига олиб келди.

Европа, Осиё ва Лотин Америкасида табиий газга бўлган талабнинг ошиши АҚШ экспортини жорий йилда юқори суръатларда ўсишига, АҚШ табиий газининг фьючерс нархининг 2014 йил февралидан буён энг баланд даражага кўтарилишига сабаб бўлди.

Бундан ташқари, Европада шамол энергетикасининг заифлиги, қиш олдидан табиий газ етказиб беришнинг пастлиги қитъада табиий газ ва электр энергияси нархларининг ўсишига олиб келади.

1.2. Макроиқтисодий ривожланишнинг муқобил сценарийси ва пул-кредит сиёсати

Макроиқтисодий ривожланишнинг муқобил сценарийсига кўра, жаҳонда коронавируснинг янги янада хавфли штаммлари пайдо бўлиши туфайли **пандемия** билан боғлиқ вазият кескинлашади, қатъий карантин чораларининг киритилиши ортидан **иқтисодий фаолликда пасайиш** кузатилиши, чегаралараро ҳаракатнинг чекланиши фонида **ялли таклиф** тикланишининг секинлашиши ва жаҳондаги жорий юқори **инфляцион жараёнлар** узоқроқ муддат сақланиб қолиши мумкин.

Шунингдек, пандемик вазиятнинг оғирлашишига жаҳонда коронавирусга қарши эмлаш бўйича чора-тадбирларнинг ривожланаётган давлатларда сушт давом этиши, давлатлар кесимида вакцинация даражасининг кескин фарқ қилиши ва (ёки) бугунги кунда мавжуд вакциналарнинг коронавирус янги штаммларига нисбатан самарасиз бўлиши ҳам сабаб бўлиши мумкин.

Натижада **ташқи талабнинг сусайиши** мамлакатимиз экспорт ҳажмига салбий таъсир кўрсатса, глобал **юқори инфляция даражалари** товар ва хомашёлар импорти орқали ички инфляция

даражасига оширувчи босимни кучайтириши эҳтимоллари ортади.

Ташқи молиявий вазият 2020 йилда кузатилгани каби тус олиб, йирик ҳажмдаги молиявий рағбатлантиришлар таъсирида фоиз ставкалари **паст даражада** сақланиб қолиши кузатилиши мумкин.

Жаҳонда молиявий ҳолатнинг ўзгарувчанлиги, инвесторларда қимматбаҳо металлларга хавфсиз актив сифатида қараш бўйича ёндашувларнинг кучайиши тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларга ҳам ўз таъсирини кўрсатиб, улар ҳажмида ўсиш динамикаси кузатилмаслиги мумкин.

Ушбу сценарий шартларида молия бозорларида қисқа муддатли ликвидликни жалб қилиш бўйича маълум бир қийинчиликлар юзага келиши, аксарият давлатларда ташқи қарзнинг янада ошиши ва уларга хизмат кўрсатиш бўйича харажатларнинг ички валюта бозорига қўшимча босимни юзага келтириши мумкин.

Ташқи иқтисодий шароитлар

Мазкур сценарий доирасида юқорида саналган **ноаниқликларнинг** сақланиб қолиши, ўз навбатида, макроиқтисодий қарорлар қабул қилишда **мураккабликларни** юзага келтиради:

бир томондан, асосий озиқ-овқат маҳсулотлари, хомашёлар ва энергия ресурслари нархларининг кескин ортиши фонида жорий инфляцион жараёнлар пул-кредит ва фискал сиёсатларни қатъийлаштиришни талаб этса,

иккинчи томондан, юзага келиши тахмин қилинаётган оғир пандемик вазият рағбатлантирувчи сиёсат юритишни тақозо этади.

Муқобил сценарийга кўра, ривожланган давлатларда 2022 йилда ҳам **жорий** пул-кредит сиёсати шароитлари сақланиб қолади, қатъийлаштириш бўйича қарорлар 2023-2024 йилларга кечиктирилади.

Бироқ, пул-кредит сиёсати бўйича чораларнинг молиявий тизим барқарорлигига ва инфляцион жараёнларга таъсири бўйича ноаниқлик даражаси юқорилигича қолади.

2020 йил ва 2021 йилнинг I ярмида пандемия ва унинг натижасида юзага келган мураккаб шароитда иқтисодий фаолликни ошириш, аҳолини ижтимоий қўллаб-қувватлаш ва соғлиқни сақлаш тизими имкониятларини кенгайтириш мақсадида кўплаб ривожланган ва ривожланаётган давлатларда **фискал рағбатлантириш** чоралари кўрилган.

Бунда юқори фискал тақчиллик кўрсаткичлари ривожланаётган **давлатлар ташқи қарзининг** сезиларли даражада ортишига олиб келди.

Натижада муқобил сценарий доирасида 2022 йилда кутилаётган пандемик вазиятнинг ёмонлашиши даврида бир томондан, иқтисодиётни **фискал қўллаб-қувватлаш** имкониятлари бирмунча **чекланган бўлиб**, ташқи қарзни жалб этиш ва умумий фискал тақчиллик даражаларининг 2020 йилдаги кўрсаткичларга нисбатан паст бўлиши кутилмоқда.

Иккинчи томондан, ривожланаётган давлатлар қарзларини тўлашда қийинчиликларга учрай бошлайдилар ҳамда қарзларни қайта кўриб чиқишга мурожаатлар ортади.

Бу, ўз навбатида, халқаро молия институтларининг жаҳон иқтисодиётини қўллаб-қувватлаш имкониятларини қисқартиради.

Бунда пандемик вазиятнинг фақатгина 2022 йилда кескинлашиши кутилаётганлиги ва унинг таъсири 2020 йилга нисбатан узоқроқ давом этиши мумкинлиги ҳисобига давлатларнинг фискал рағбатлантиришлар ҳажми қисқариб бориши бўйича кутилмалар мавжуд.

Айни пайтда 2022 йилдаги пандемик вазият туфайли жаҳон иқтисодиёти ўсишининг секинлашиш даражаси 2020 йилдагига нисбатан яхшироқ кўринишга эга бўлади.

Жумладан, Халқаро валюта жамғармасининг **муқобил сценарий** бўйича прогнозларига кўра, жаҳон иқтисодиёти 2022 йилда **3,4 фоизга**, 2023 йилда **2,5 фоиз** ва 2024 йилда **2,8 фоиз** атрофида ўсиши кутилмоқда.

Бунда **ривожланган давлатларда** иқтисодий ўсиш 2022 йилда 4,1 фоиз, 2023-2024 йилларда 1-1,5 фоиз бўлиши кутилаётган бўлса, **ривожланаётган мамлакатларда** 2022 йилда иқтисодий ўсишнинг 4,7 фоиз, 2023-2024 йилларда 4 фоиз атрофида бўлиши баҳоланган.

Жаҳонда кузатилаётган ялпи таклиф ҳажмидаги узилишлар 2022 йилда ҳам тўлиқ бартараф этилмайди ва глобал савдо ҳажмида ўсиш кузатилмайди (пандемиянинг ривожланиш даражасига қараб, ташқи савдо ва ялпи таклиф ҳажми қисқариши ҳам мумкин).

2022 йилда иқтисодий фаолликнинг нисбатан пасайиши ва мос равишда талабнинг қисқариши ҳисобига жаҳон бозорида хомашё ва энергия ресурслари нархининг бироз пасайиши эҳтимоли юзага келади, лекин 2023-2024 йилларда ушбу товарлар нархи босқичма-босқич ошиб боради. Хусусан, ушбу сценарий шартларида Brent маркали нефть нархининг 2022 йилда 1 баррели учун **40-50 долларгача** пасайиши ва 2023-2024 йилларда яна ўсиш динамикаси тикланиб, 1 баррели учун **70-80 долларгача** етиши прогноз қилинмоқда.

Глобал иқтисодий фаолликнинг секинлашиши ва энергия ресурслари нархининг пасайиши фонида асосий савдо ҳамкорларимизда ҳам иқтисодий ўсиш кўрсаткичларининг базавий сценарийга нисбатан **1-2 фоиз бандга** пастроқ бўлиши прогноз қилинмоқда.

Бу эса, ўз навбатида, мамлакатимиз ташқи савдоси ва трансчегаравий пул ўтказмалари ҳажмига сезиларли таъсир кўрсатади.

Шунингдек, 2022 йилда олтиннинг хавфсиз актив сифатидаги роли яна орта бошлайди ва 1 трой унцияси учун **1 750-1 850 доллар** атрофида шаклланиши мумкин. 2023-2024 йилларда эса иқтисодий фаолликнинг тикланиши натижасида олтиннинг инвестицион аҳамияти яна пасайиб, 1 трой унцияси учун **1 550-1 650 долларгача** арзонлашиши мумкин.

Ташқи қарз юкининг ортиши, нефть нархининг пасайиши ва бошқа омиллар таъсирида асосий савдо ҳамкорлар **миллий валюталари алмашув курслари** 2022 йилда маълум даражада **қадрсизланиши** кузатилиб, бу ўз навбатида, миллий валютамиз алмашув курсига ҳам маълум бир кечикишлар билан оширувчи таъсир этиши мумкин.

Юқоридаги кутилмалардан келиб чиқиб, экспорт ҳажми 2022 йилда 2021 йил даражасида – **сезиларли ўзгаришсиз** сақланиб қолиши ва бунда экспорт таркибида олтиннинг улуши ортиши мумкин.

Ташқи талабнинг тикланиб бориши билан 2023-2024 йилларда йиллик **10-12 фоизга** ўсиши прогноз қилинмоқда.

Ишлаб чиқариш жараёнларининг маълум бир даражада секинлашиши ва истеъмол талабининг пасайиши импорт ҳажмининг 2022 йилда – **(3-5) фоизга** камайишига олиб келиши мумкин. 2023 йилда импорт тикланиб, ўсиш суръати **12-15 фоиз**, 2024 йилда эса **14-16 фоиз** даражасида бўлиши тахмин қилинмоқда.

Қайд этилган омиллар таъсирида, тўлов балансининг **жорий операциялар ҳисобварағи манфий тафовути** ЯИМга нисбатан **4-6 фоиз** даражасида сақланиб қолади.

2022 йилда ташқи қарз маблағларининг жалб қилиниши (ёки халқаро захиралардан фойдаланиш) мазкур манфий тафовутни молиялаштиришнинг манбаларидан бўлади. Шу билан бирга, ушбу қарз маблағи нархининг шаклланишида ҳам юқори ноаниқликлар мавжуд.

Ушбу сценарийда, 2023 йилдан хусусий инвестициялар ҳажмининг ошиб бориши билан қарз жалб қилиш ҳажмининг қисқариб бориши кутилмоқда.

2-жалвал. Макроиқтисодий ривожланишнинг муқобил сценарийси бўйича прогнозлар (фоизда)

Кўрсаткичлар	Муқобил сценарий прогнозлари (йиллик ўсиш, фоизда)		
	2022 й.	2023 й.	2024 й.
Йиллик инфляция даражаси	7,5-8,5%	5,6-6,6%	6-6,5%
ЯИМ реал ўсиши	3-4%	4,8-5,8%	5,5-6,5%
Якуний истеъмол харажатлари ўсиши	4,2-5,4%	6,0-6,8%	5-6%
- уй хўжаликлари	3,2-4,8%	5,8-7%	5,5-6%
- давлат бошқарув органлари	5,1-7,3%	5,4-6%	5,2-6%
Асосий капиталга инвестициялар ҳажми ўсиши	-(2-3)%	5-8%	9,4-11%
- марказлашган инвестициялар	-(4-8)%	-(2)-(+2%)	5-6,6%
- марказлашмаган инвестициялар	-(3-5)%	6,5-8,4%	10-13%
шундан, тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар	-(1-2)%	15-20%	25-30%
Умумий фискал баланс (ЯИМга нисбатан)	-(4-5)%	-(3-4)%	-(2-2,5)%
Экспорт ҳажми ўсиши	1-3%	10-12%	10-12%
Импорт ҳажми ўсиши	-(3-5)%	12-15%	14-16%
Кредит қўйилмалари қолдиғи ўсиши	13-16%	16-18%	14-16%

Манба: Марказий банк прогнозлари

Шунингдек, асосий ҳамкор давлатларда иқтисодий фаолликнинг пасайиши натижасида 2022 йилда трансчегаравий пул ўтказмалари ҳажмида ҳам асосий сценарийдаги каби **ўсиш кузатилмайди** (асосий ҳамкорларнинг миллий валюталарининг қадрсизланиш даражасидан келиб чиқиб пасайиши ҳам мумкин)

ва 2023-2024 йилларда йиллик ўртача **8-10 фоизлик** ўсиш суръатлари яна тикланади.

Шунингдек, пандемик вазиятдан келиб чиқиб келгуси йилда ҳам асосий **озиқ-овқат маҳсулотлари нархларининг ўсиши** ўзининг трендидан юқори даражада сақланиб қолиши мумкин.

Бунда глобал иқлим шароитлари ва қишлоқ хўжалиги маҳсулотларидаги ҳосилдорлик даражаси ҳам муҳим омиллардан ҳисобланади. 2023 йилдан бошлаб транспорт-логистика тизимидаги узилишларнинг бартараф этилиши ва ялпи тақлифнинг ортиши ҳисобига озиқ-овқат маҳсулотлари нархларида яна барқарорлашиш тахмин қилинмоқда.

Ички иқтисодий шароитлар

Юқорида муқобил сценарий шартларида келтирилган кутил-маларнинг барчаси бир пайтда амалга ошадиган тақдирда 2022 йилда ЯИМнинг реал ўсиши 3-4 фоиз атрофида бўлиши мумкин. Айти пайтда муқобил сценарийда келтирилган айрим шартларнинг амалга ошмаслиги реал ўсиши кўрсаткичларининг

нисбатан юқорироқ бўлишига сабаб бўлади.

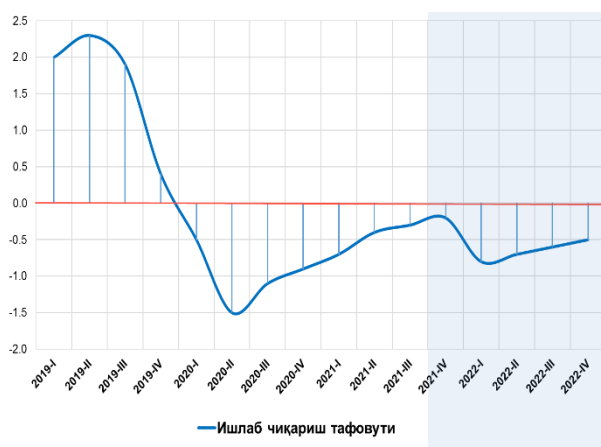
Вазиятнинг нормал фазага ўтиши билан 2023 йилдан иқтисодий фаоллик ва ялпи талабнинг тикланиши кузатилиб, реал иқтисодий ўсиш даражаси 2023 йилда 4,8-5,8 фоизни ва 2024 йилда 5,5-6,5 фоизни ташкил этиши тахмин қилинмоқда (7-расм).

ЯИМнинг манфий тафовути

2022 йил давомида 1-1,5 фоизгача кенгайиб, иқтисодий ўсиш ўзининг потенциал даражасидан паст бўлади.

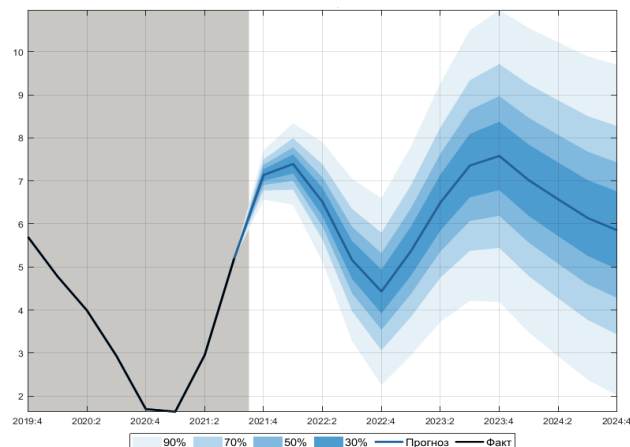
2023 йилдан бошлаб ЯИМ тафовутининг қисқариши кузатилади ва унинг ёпилиши иқтисодий ва инвестицион фаолликнинг тикланиш даражасига боғлиқ бўлади.

6-расм. Муқобил сценарий бўйича ялпи ички маҳсулот тафовути прогнози



Манба: Марказий банк прогнозлари

7-расм. Муқобил сценарий бўйича ялпи ички маҳсулот реал ўсиши прогнози



Ушбу сценарий шароитида ички иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлаш учун 2022 йилда ҳам фискал рағбатлантиришлар давом эттирилади ва умумий фискал тақчилликнинг ЯИМга нисбати **4-5 фоиз** атрофида бўлишини тақозо этиши мумкин.

2023 йилдан макроиқтисодий барқарорликни таъминлаш учун фискал консолидация бошланади ва фискал тақчилликнинг ЯИМга нисбати 2023 йилда **3-4 фоиз**, 2024 йилда эса **2-2,5 фоиз** атрофида шаклланади.

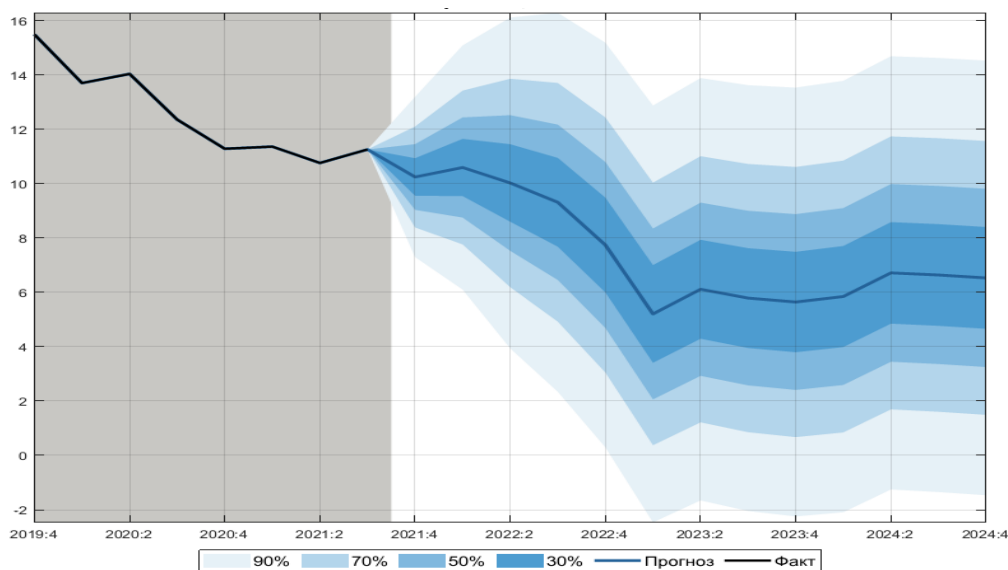
Муқобил сценарий шартлари юзага келган тақдирда 2022 йилда **истеъмол талаби** ўсиш суръатлари асосий сценарийдаги кўрсат-

кичлардан **2 фоиз** бандгача пастроқ бўлиши мумкин.

Хусусан, 2022 йилда якуний истеъмол харажатларининг реал йиллик ўсиши **4,2-5,4 фоизни**, 2023 йилда **6-6,8 фоизни**, 2024 йилда эса **5-6,4 фоизни** ташкил этиши тахмин қилинмоқда.

Инвестицион талаб ҳажмида ҳам сусайиш кузатилиб, асосий капиталга йўналтириладиган инвестициялар ҳажми 2022 йилда **2-3 фоизгача** пасайиш эҳтимоллари юзага келиши, ўсиш суръатлари 2023 йилдан **5-8 фоизгача** тикланиши ва 2024 йилда янада жадаллашиб **9,4-11 фоизгача** ошиши прогноз қилинмоқда.

8-расм. Муқобил сценарий бўйича йиллик инфляция прогнози



Манба: Марказий банк прогнозлари

Ташқи инвестицион фаолликнинг пасайиши ва нисбатан хавфсиз активларга капитал қўйилмалари ҳажмининг ортиши фонида келгуси йилда мамлакатимизга хорижий инвестициялар ҳажми 2022 йилда жорий йил даражасида ўзгаришсиз қолиши мумкин.

2023 йилдан бошлаб тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар оқимининг кўпайиши ҳамда йиллик ўсиш суръати 2023-2024 йилларда **15-20 фоизни** ташкил этиши кутилмоқда.

Шунингдек, 2022 йилда аҳолини ижтимоий қўллаб-қувватлаш бўйича харажатлар давом эттирилади. Иқтисодиётнинг айрим соҳаларида таркибий ислохотларни амалга ошириш жараёнлари бироз секинлашиши мумкин.

Бироқ, иқтисодий тикланиш шароитида 2023 йилдан бошлаб иқтисодиётни ислоҳ қилиш бўйича чора-тадбирлар фаол давом эттирилади ва ўрта муддатли юқори иқтисодий ўсишнинг асосий омилларидан бўлади.

Мазкур сценарий шартлари юзага келганда нархлари маъмурий равишда тартибга солинадиган товар ва хизматлар бозорини эркинлаштириш бўйича

чоралар **2023 йилдан кейинга қолдирилиши мумкин.**

2022 йилда ялпи талабнинг бироз пасайиши инфляцияга пасайтирувчи таъсир кўрсатса, ялпи тақлифдаги узилишлар, фискал рағбатлантириш чоралари ва ташқи омиллар инфляцияга оширувчи босимни юзага келтириши мумкин. Шунининг олган ҳолда, келгуси йилда инфляция даражаси **7,5-8,5 фоиз**, 2023 йил якуни бўйича эса **5,6-6,6 фоиз** атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда (8-расм).

Пул-кредит сиёсати

Муқобил сценарий шароитида Марказий банк иқтисодиётда нархлар барқарорлигига эришиш ва иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлаш вазифалари ўртасидаги мувозанатни таъминлаш мақсадида 2022 йилда “**нисбатан қатъий**” пул-кредит шароитларини сақлаб қолади ва Марказий банк асосий ставкасини инфляция даражасининг секинлашишига мувофиқ равишда пасайтириб боради.

2023 йилда эса инфляциянинг шаклланиш даражаси ва макроиқтисодий шароитлардан келиб чиқиб, пул-кредит шароитлари “**қатъийлаштириш**” томонга кўриб чиқилиши мумкин.

2022 йилда пул бозоридаги фоиз ставкаларининг реал ҳисобда **2-2,5 фоиз** атрофида шаклла-ниши таъминланса, 2023 йилда реал фоиз ставкаларининг **3-4 фоизлик** даражагача ошиши кутилмоқда.

Тўлов тизими узлуксизлигини таъминлаш мақсадида қисқа муддатли ликвидликни тақдим этиш операцияларидан (РЕПО ва СВОП операциялари) фойланиш кўлами оширилади.

Операциялар ҳажми бўйича эса **параметрлар ўзгаришсиз қолдирилади.**

Пул-кредит сиёсатининг 2024 йилдаги қарорларида тартибга солинадиган нархларнинг либерализация жараёни муҳим омиллардан ҳисобланади.

Бунда мазкур товар ва хизматлар бўйича нархларнинг оширилиш даражаси ва муддатларидан ҳамда унинг инфляция даражасига таъсири характеридан келиб чиқиб, асосий

ставка бўйича қарорлар пул-кредит шароитларини қатъийлаштириш заруриятидан келиб чиқиб қабул қилинади.

Пандемия шароитида аҳолининг кредитга бўлган талабининг қисқариши билан бир қаторда кредит интизомида ҳам салбий ўзгаришлар кузатилиши мумкин бўлиб, мазкур сценарий шароитида иқтисодиётга кредит қўйилмалари қолдиғининг ўсиши 2022 йилда биров пасаяди.

Иқтисодий фаолликнинг тикланиши билан кредит қўйилмаларининг йиллик ўсиш суръати 2023 йилда **16-18 фоизни** ва 2024 йилда **14-16 фоизни** ташкил этади ҳамда номинал ЯИМ ўсиши даражасига мутаносиб бўлади.

Натижада кредит қўйилмаларининг ЯИМга нисбати ўрта муддатли истиқболда **40-45 фоиз** доирасида шаклланади ва инфляция даражасига монетар омиллар таъсирини қисқартиришга хизмат қилади.

Халқаро молия бозорлари ва хорижий марказий банкларнинг пул-кредит сиёсатлари таҳлили

Марказий банк хорижий давлатларнинг инфляция даражаси динамикасини, **қарз қимматли қоғозлари** (давлат облигациялари) ва **капитал бозорларини, миллий валюталар курсини**, асосий экспорт товарлари ҳисобланадиган – олтин, нефть ва табиий газ нархларини² доимий равишда ўрганиб боради. Шу билан бирга, хорижий марказий банкларнинг жорий ва кутилаётган пул-кредит сиёсати шароитлари ва чораларини таҳлил қилиб, ўрта муддатли макроиқтисодий прогнозларни ишлаб чиқишда фаол фойдаланади.

Дунёдаги инфляцион жараёнлар. 2021 йилда юқори суръатларда ўсиб бораётган глобал инфляция ва у билан боғлиқ хатарлар молия бозорларига, хусусан, қарз бозори ва қимматли қоғозлар бозорига босим ўтказишда давом этмоқда.

Нархлар, биринчи навбатда, ўсимлик ёғлари, буғдой, шакар каби асосий озиқ-овқат маҳсулотларига бўлган глобал таклифнинг талабдан ортда қолиши фониди, кейин эса энергия ресурслари нархларининг кескин ўсиши туфайли кўтарилди.

Йирик иқтисодиётга эга мамлакатлар пандемия чекловларини олиб ташлагач, ишлаб чиқарувчилар тез ўсиб бораётган талабдан ортда қолмаслик учун ҳаракат қилганликлари сабабли 2021 йилда энергия нархлари сезиларли даражада ошди. Хусусан, Европада табиий газ нархи ўтган йил давомида бир неча марта ошди. Истеъмолчиларнинг нефть ва кўмирга бўлган талабининг газга қараганда кўпроқ ортиши билан нефть нархи ҳам ошиб борди.

Энергия нархларининг кескин ўсиши инфляциянинг иқтисодиёти ривожланган мамлакатларда узоқ йиллик максимумидан ҳам ошишида асосий омил бўлди ва марказий банкларни рағбатлантирувчи пул-кредит сиёсатларини қайта кўриб чиқишларига мажбур қилди. Энергия тақчиллиги Хитойда ишлаб чиқариш соҳаларида узилишларга олиб келди, бу эса дунёдаги иккинчи йирик иқтисодиётнинг ўсишига салбий таъсир кўрсатмоқда ва йирик технологик компанияларнинг таъминот занжирларига хавф туғдирмоқда.

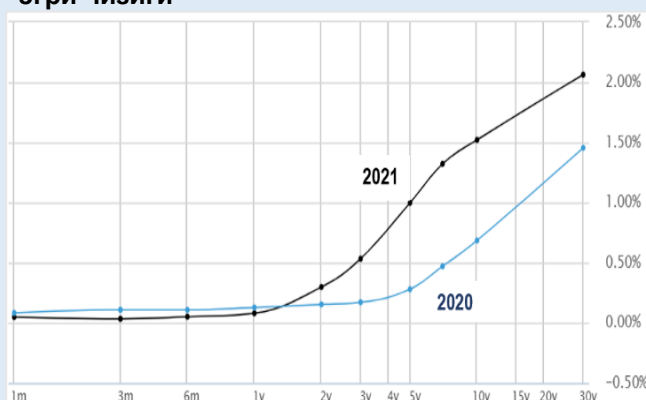
Жорий йил учинчи чорагининг охирига ҳафталарида инвесторлар бутун дунёда, жумладан, дунёнинг энг йирик иқтисодиёти – АҚШда ҳам инфляцион босимлар ва таъминот занжиридаги узилишлар шароитида пул-кредит сиёсатининг қатъийлашишини кутганлиги сабабли глобал бозорларда нархларни пасайиш тенденцияси шаклланди.

Бу омиллар ривожланган мамлакатларда давлат облигациялари даромадлигининг ошишига, шунингдек, технологик компаниялар қимматли қоғозлари қийматининг пасайишига олиб келди. 2021 йилда дунёнинг аксарият иқтисодиётларида давлат облигациялари даромадлиги ошиши кузатилди. Инвесторлар ва марказий банклар ташқи молиявий шароитларнинг ўзгариши бўйича ўз қарорлари ва прогнозларида йўналиш оладиган асосий иқтисодиётлар ҳисобланадиган АҚШ, Германия, Буюк Британия ва Япониянинг, асосан, 10 йиллик қарз қимматли қоғозлари динамикаси эътибор марказида бўлди.

2021 йилда АҚШ Ҳазначилиги облигациялари рентабеллиги 2020 йилга нисбатан кескин ошди, яъни инвесторлар ҳукуматни кредитлаш rischi учун кўпроқ даромад талаб қилишни бошладилар ва бу уларнинг иқтисодиётдаги вазият бўйича кутилмаларини акс эттиради.

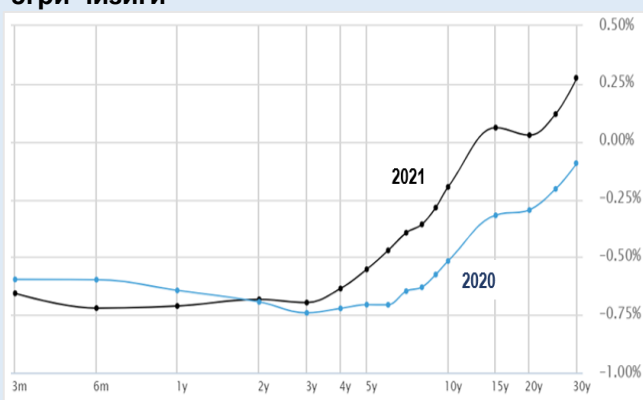
Бу, биринчи навбатда, 2021 йилда жаҳон иқтисодиётида юзага келган юқори инфляция, таъминотнинг узилиши, энергия муаммолари ҳамда товарлар ва хомашё танқислиги билан боғлиқ.

1-расм. АҚШ Ҳазначилиги 10 йиллик облигацияларининг даромадлилик эгри чизиғи



Манба: U.S. 10 Year Treasury Note Overview | MarketWatch

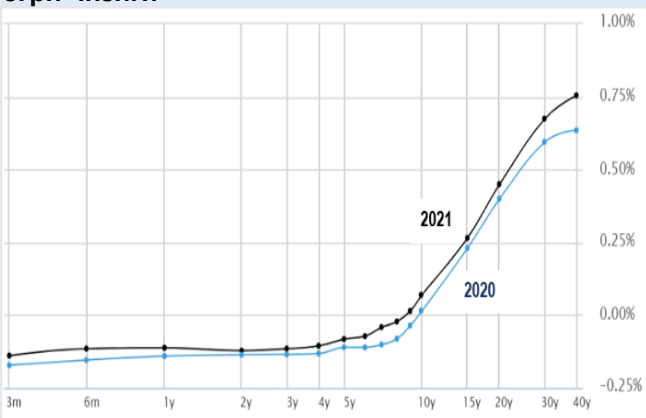
2-расм. Германия ҳукумати 10 йиллик облигацияларининг даромадлилик эгри чизиғи



Манба: Germany 10 Year Government Bond Overview | MarketWatch

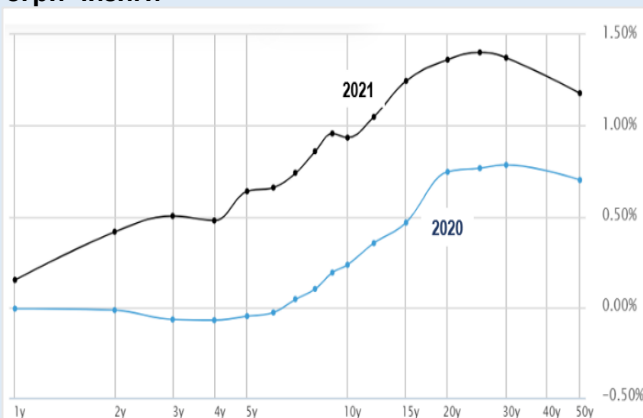
Қимматли қоғозлар даромадлигининг ошиши дунёнинг йирик иқтисодиётларида пул-кредит сиёсатининг қатъийлашиши ва **рағбатлантириш («QE - quantitative easing») дастурларининг**, хусусан, дунёнинг асосий диққат марказида бўлган АҚШ дастурларининг тезроқ тугаши эҳтимолнинг борлигини ҳам билдиради.

3-расм. Япония ҳукумати 10 йиллик облигацияларининг даромадлилик эгри чизиғи



Манба: Japan 10 Year Government Bond Overview | MarketWatch

4-расм. Буюк Британия Ҳазначилиги 10 йиллик облигацияларининг даромадлилик эгри чизиғи



Манба: U.K. 10 Year Gilt Overview | MarketWatch

² Асосий экспорт товарларимизнинг жаҳон бозоридаги нархи динамикаси бўйича батафсил таҳлилий маълумотлар 4-ҳаволада келтирилган.

2020 йил декабрь ойида ФЗТ қўмитаси **ойига камида 120 миллиард долларлик** (80 миллиард долларлик Ҳазначилик облигациялари ва 40 миллиард долларлик ипотека билан таъминланган) қимматли қоғозларни сотиб олишни **максимал иш билан таъминлаш ва нархлар барқарорлиги** бўйича сезиларли ютуқларга эришмагунча давом эттиришини маълум қилди. Охириги статистик маълумотлар, АҚШ иқтисодиёти бу мақсадларга эришиш йўлида илгарилаб кетди. Сентябрь ойида Қўшма Штатларда 1991 йилдан бери максимал даражадаги - **5,4 фоизлик** йиллик инфляция қайд этилди.

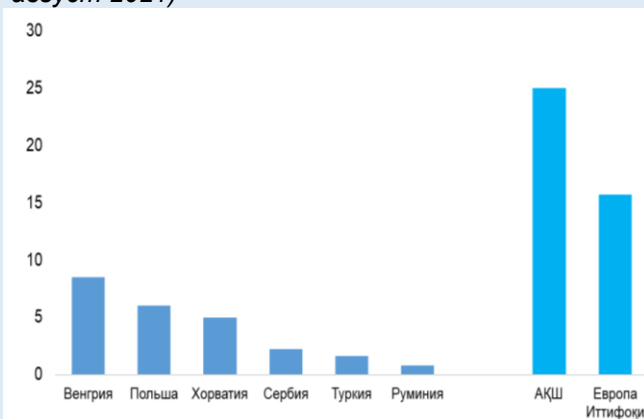
Яқин вақтгача инфляция 2021 йил охиригача ўз таргет кўрсаткичига – **2 фоизга** қайтиши кутилган эди. Бироқ ФЗТнинг сўнги ҳисоботларига кўра, 2022 йилда бизнес учун зарур бўлган товарлар ва ишчи кучи танқислиги давом этаётганлиги сабабли 2022 йилда ҳам инфляция юқори даражада сақланиб қолиши мумкин.

Шу сабабли, ФЗТнинг очиқ бозорлар бўйича қўмитаси ўзининг охириги йиғилишида **миқдорий юмшатиш дастурининг секинлашуви 2022 йилга** бориб ўз натижаларини бериши мумкин, деб эълон қилди. ФЗТ томонидан активларнинг сотиб олиниши бозорнинг узлуксиз ишлашига ва қулай молиявий шароитларга замин яратади, шу билан биргаликда, уй хўжаликлари ва корхоналарга узлуксиз кредитлар оқимини таъминлайди.

Европа давлатлари марказий банклари

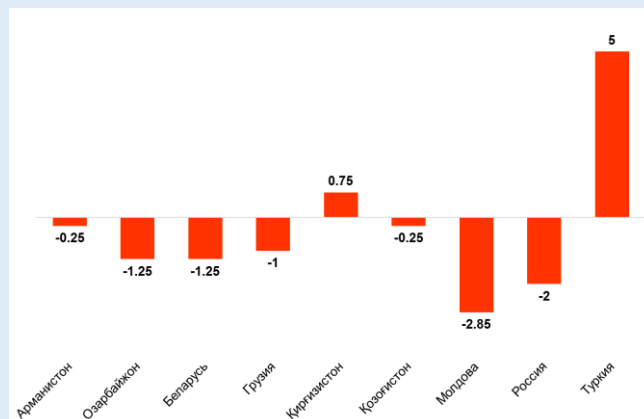
Жорий йилнинг сентябрь ойида бўлиб ўтган сўнги йиғилишда ЕМБ (Европа Марказий банки) жорий инфляция суръатини **вақтинчалик**, деб ҳисоблашда давом этиб, юмшоқ пул-кредит сиёсатини сақлаб қолди. Бироқ, йиғилиш натижаларига кўра, фақат “тўғрилаш” мақсадида ишлатиладиган активларни қайта сотиб олиш тезлигини пасайтиришга қарор қилинди ва активларни харид қилиш ҳеч бўлмаганда 2022 йил апрель ойининг бошигача давом этиши қайд этиб ўтилди.

5-расм. Европа давлатлари марказий банклари, ФЗТ ва Европа марказий банки томонидан активларни сотиб олиш ҳажми (2020 йил ЯИМга нисбатан улуши, март 2020 – август 2021)



Манба: Халқаро валюта жамғармаси

4-расм. 2020 йилда айрим давлатларда Марказий банк асосий ставкасининг ўзгартирилиши (фоиз бандда)



Манба: Мазкур давлатлар марказий банклари расмий веб-саҳифаси

Пандемия даврида молия бозоридаги юқори ноаниқлик сабабли Хорватия, Венгрия, Польша, Руминия, Сербия ва Туркия марказий банклари ҳукумат томонидан

чиқарилган миллий валютадаги облигацияларни, Венгрияда эса хусусий секторнинг қимматли қоғозларини ҳам сотиб олиш дастурларини (APPS) ишга туширди.

Ушбу дастурларнинг чекланган кўлами ва давомийлиги (5-расм) (Венгрия ва Польшадан ташқари, бу давлатларда активларни сотиб олиш дастурлари давом этмоқда) молиявий бозор дисфункциясини юмшатиш, ликвидликни таъминлаш ва пул-кредит сиёсатини узатиш механизмларини тиклаш мақсадида қўлланилди.

Бу эса ушбу дастурларни ривожланган давлатлар марказий банклари томонидан қўлланиладиган "миқдорий юмшатиш" дастуридан фарқлайди, яъни "миқдорий юмшатиш" механизмида фоиз ставкаларини пастки чегара яқинида сақлаш сиёсати иқтисодиётга қўшимча рағбатлантиришни таъминлашга қаратилган.

Россия Марказий банки

Март ва апрель ойларида асосий ставканинг (мос равишда 25 ва 50 ф.б.га) **5 фоизгача** кўтарилишига қарамай, май ойининг охирида Россияда нархларнинг ўсиши 2016 йилдан бери биринчи марта йиллик **6 фоиздан** ошди. Инфляцияни оширувчи рискларни камайтириш ва инфляцияни таргет даражасига қайтариш мақсадида Россия банки пул-кредит сиёсатини нормаллаштириш босқичига ўтди ва асосий ставкани оширишни бошлади.

Ишлаб чиқариш ва етказиб бериш занжирларидаги қийинчиликлар, реал иш ҳақининг ошиши билан бирга ишчи кучи тақчиллиги, шунингдек, пандемияда давом этаётган чеклов чоралари натижасида юзага келган меҳнат бозоридаги тизимли ўзгаришлар туфайли инфляция бутун дунёда бўлгани каби тезлашишда давом этди ва сентябрь ойида **7,4 фоизни** ташкил этди. Шу аснода, октябрь ойидаги йиғилишда регулятор ставкани **7,5 фоизгача** кўтарди. Шу билан бирга, агар вазият базавий прогнозга мувофиқ ривожланса, Россия банки кейинги йиғилишларда асосий ставкани янада ошириш эҳтимолини инкор қилмади.

Асосий савдо ҳамкор мамлакатлар пул-кредит сиёсати ва инфляция даражаси

Давлатлар	Инфляция таргети	Инфляция даражаси (сентябрь)	Марказий банк асосий ставкаси										
			I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	10 ойлик ўзгариши
Россия	4	7.4	4.25	4.25	4.50	5.00	5.00	5.50	6.50	6.50	6.75	7.50	3.25
Қозоғистон	4-6	8.9	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.25	9.25	9.50	9.75	0.75
Қирғизистон	5-7	13.5	5.00	5.50	5.50	6.50	6.50	6.50	7.50	7.50	7.50	7.50	2.50
Туркия	5±2	19.58	17.00	17.00	19.00	19.00	19.00	19.00	19.00	19.00	18.00	16.00	-1.00
Украина	5±1	11	6.00	6.00	6.50	7.50	7.50	7.50	8.00	8.00	8.50	8.50	2.50
Арманистон	4±1.5	8.9	5.25	5.50	5.50	5.50	6.00	6.50	6.50	7.00	7.25	7.25	2.00
Грузия	3	12.3	8.00	8.00	8.50	9.50	9.50	9.50	9.50	10.00	10.00	10.00	2.00
Белорусь	5	10.2	7.75	7.75	7.75	8.50	8.50	8.50	9.50	9.50	9.50	9.50	1.75

Манба: Мазкур давлатлар марказий банклари расмий веб-саҳифаси

Ўзбекистон учун ташқи инфляция жараёнининг тезлашиши ҳам, асосий савдо ҳамкорлар марказий банкларининг нархларни барқарорлаштириш учун қилаётган ишлари ҳам катта аҳамиятга эга бўлиб, 2021 йилнинг дастлабки 10 ойида Россия марказий банки асосий ставкани **3,25 фоиз бандга**, Қирғизистон ва Украина **2,5 фоиз**

бандга, Грузия ва Арманистон **2 фоиз бандга**, Беларусь **1,75 фоиз бандга** оширган бўлса, бошқа давлатларда ҳам пул-кредит шароитларини қатъийлаштириш бўйича чоралар кўрилди.

Таъкидлаш жоизки, келгусида АҚШ Федерал захира тизими томонидан пул-кредит сиёсатининг қатъийлаштирилиши долларни тўғридан-тўғри мустаҳкамлайди. Асосий ставкасининг янада тезроқ ошиши мумкинлиги ҳақидаги баёнотлари фонида **доллар индексининг** тезроқ ўсиши кутилмоқда.

Йирик иқтисодиётларнинг марказий банклари томонидан иқтисодиётни қўллаб-қувватлашга қаратилган рағбатлантирувчи чораларнинг қисқа муддатда тугатилиши глобал фоиз ставкаларининг ўсишига олиб келади. Бу эса Ўзбекистон иқтисодиёти учун ташқи бозорда қарз олиш нархининг ошишига, олтин нархининг пасайиши ҳисобига экспорт ҳажми ва бюджет тушумларининг маълум даражада камайишига олиб келиши мумкин.

II. 2021 ЙИЛДА ИҚТИСОДИЙ ШАРОИТЛАР ВА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ ТАҲЛИЛИ

2.1. 2021 йилда иқтисодий ривожланиш тенденциялари

Пандемия таъсирларини юмшатиш ва иқтисодий қўллаб-қувватлаш борасида кўрилган чора-тадбирлар 2021 йилнинг учинчи чорагига келиб иқтисодий фаоллик, иқтисодийнинг аксарият тармоқларида ишлаб чиқариш суръатларини пандемиягача бўлган даражага олиб чиқиш имконини берди.

Хусусан, Давлат статистика қўмитаси маълумотларига кўра, мамлакатимизда жорий йилнинг 9 ойида ЯИМнинг реал ўсиши **6,9 фоизни** ташкил этди (9-расм).

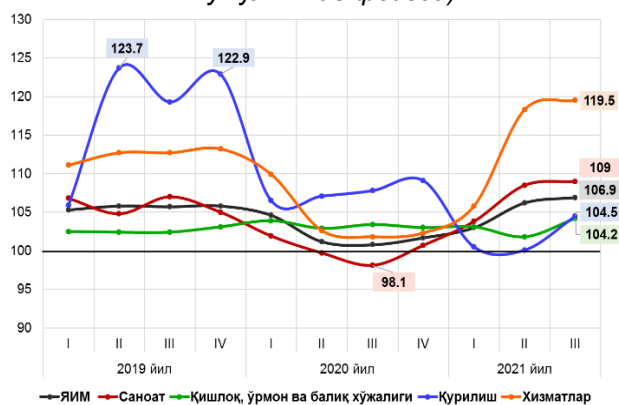
Жорий йилда қатъий карантин чораларининг киритилмаганлиги вакцинация жараёнларининг

тезлаштирилиши, аҳоли ва бизнес субъектларининг пандемияга мослашган ҳолда ўз фаолиятларини тўлиқ давом эттириши натижасида хизматлар соҳасида реал ўсиш **19,5 фоизни**, саноат соҳасида **9 фоизни**, қурилиш соҳасида **4,5 фоизни** ва қишлоқ хўжалиги соҳасида **4,2 фоизни** ташкил этди.

Истеъмол товарлари ишлаб чиқариш ҳажми 2021 йилнинг январь-сентябрь ойларида **10,9 фоизга** ўсган бўлса, озиқ-овқат товарлари ишлаб чиқариш **18,3 фоизга**, ноозиқ-овқат товарлари ишлаб чиқариш ҳажми эса **6,9 фоизга** ўсди (10-расм).

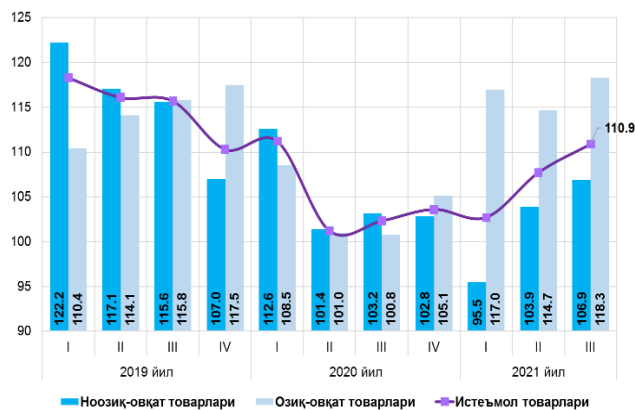
9-расм. ЯИМ ва унинг компонентлар реал ўсиши

(ўтган йилнинг мос даврига нисбатан, кумулятив фоизда)



Манба: Давлат статистика қўмитаси

10-расм. Истеъмол товарлари ишлаб чиқариш ҳажми ўзгариши



Жорий йилда умумий фискал тақчилликнинг ўтган йилги кўрсаткичга нисбатан юқорироқ бўлиши ва йил якуни бўйича **умумий фискал дефицит** ЯИМга нисбатан **5-5,5 фоизни** ташкил этиши прогноз қилинмоқда.

Ҳисоб-китобларга кўра, 2021 йил якуни бўйича ЯИМ ўсиш суръатининг **6,5-7 фоиз** атрофида бўлиши кутилмоқда.

Истеъмол талаби ҳолатини кўрсатувчи **чакана савдо айланмаси** 2021 йилнинг 9 ойида реал ҳисобда **9,8 фоизга** ўсди. 2020 йилнинг январь-сентябрь ойларида ушбу кўрсаткич **-0,2 фоизгача** пасайган эди (11-расм).

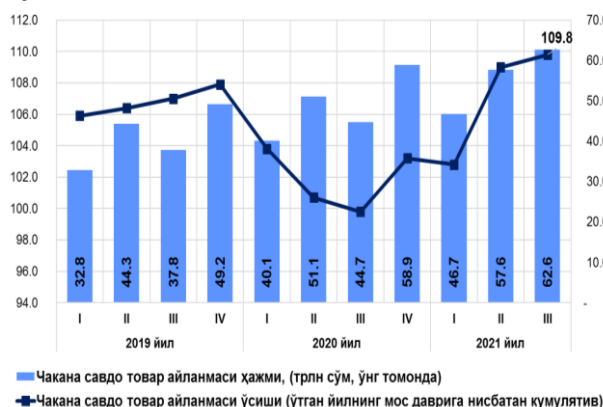
Йил давомида амалга оширилган молиявий рағбатлантиришлар, хусусий секторда иқтисодий жараёнларнинг тикланганлиги, асосий савдо ҳамкор-

лардаги вазиятнинг мувозанатлашуви фонида халқаро пул ўтказмалари ҳажмининг ошиши иқтисодиётда **истеъмол талаби** тикланишининг асосий омилларидан бўлди.

Хусусан, мамлакатимизга кириб келган **трансчегаравий пул ўтказмалари** ҳажми 2021 йилнинг 9 ойида **5,7 млрд.** долларни ташкил этиб, 2020 йилнинг мос даврига (4,3 млрд. доллар) нисбатан **34,2 фоизга**, 2019 йилнинг мос даврига (4,5 млрд. доллар) нисбатан эса **29 фоизга** ўсди (12-расм).

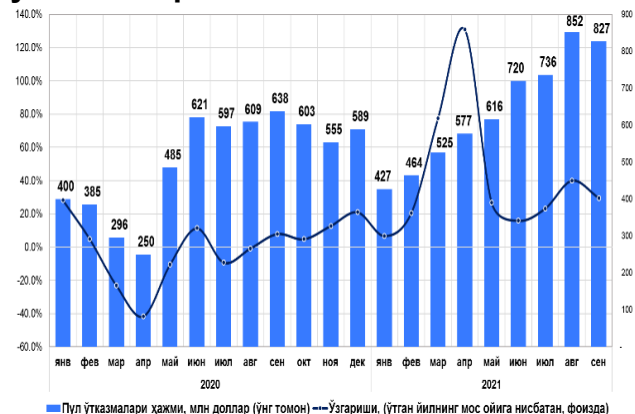
Бу маблағлар аҳолининг истеъмол талаби билан биргаликда инвестицион фаолликни рағбатлантиришга хизмат қилади.

11-расм. Чакана савдо айланмаси ҳажми



Манба: Давлат статистика қўмитаси

12-расм. Трансчегаравий пул ўтказмалари



Манба: Марказий банк

Иқтисодиётда инвестицион талабнинг ўсиш суръатларида ҳам ижобий тенденциялар кузатилмоқда.

Жорий йилнинг дастлабки 9 оyi давомида **асосий капиталга киритилган инвестицияларнинг реал ўсиши 5 фоизни** ташкил этди (13-расм).

Ушбу даврда корхоналар ўз маблағлари ҳисобидан инвестициялар ҳажмининг ўтган йилга нисбатан **10 фоизга**, аҳоли маблағлари ҳисобидан инвестицияларнинг эса **11 фоизга** ўсганлиги хусусий секторда ҳам инвестицион фаоллик ва ишончнинг ошиб бораётганлигидан далолат беради.

Мазкур даврда иқтисодиётга жами **119,5 трлн.** сўмлик кредитлар ажратилган бўлиб, ўтган

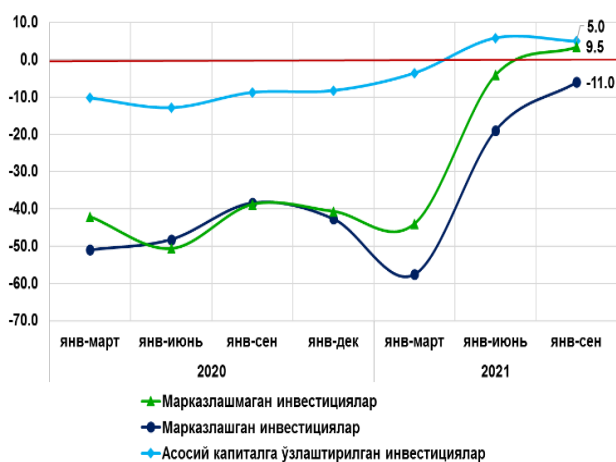
йилнинг мос даврига нисбатан **33 фоизга** ошди.

Жумладан, корхоналарга айланма маблағларни тўлдириш учун 25,4 трлн. сўмлик (*ўтган йилнинг мос даврига нисбатан ўсиш – 22,7 фоиз*), инвестиция мақсадлари учун 65,2 трлн. сўмлик (*ўсиш – 35 фоиз*) кредитлар ажратилган.

Шунингдек, аҳолига **29 трлн.** сўмлик ёки ўтган йилнинг мос даврига нисбатан **46 фоизга** кўп кредитлар ажратилди.

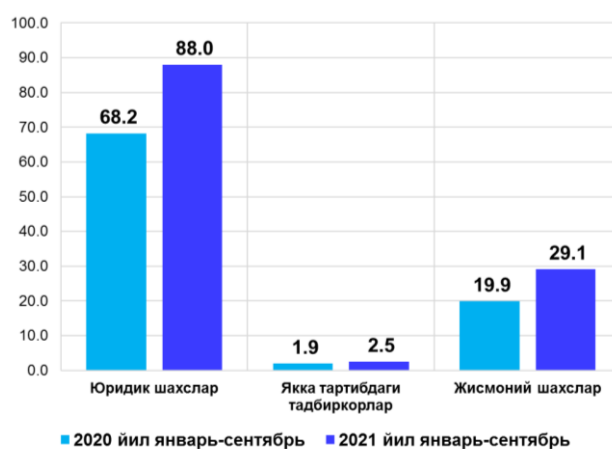
Иқтисодий фаолликнинг жадаллашиши ва асосий иқтисодий тармоқларда ишлаб чиқариш жараёнларининг тўлиқ тикланиши шароитида жорий йилнинг январь-сентябрь ойларида **импорт ҳажми 17,9 млрд.** долларни ташкил этди

13-расм. Асосий капиталга киритилган инвестицияларнинг реал ўзгариши



Манба: Давлат статистика қўмитаси

14-расм. Иқтисодиётга ажратилган кредитлар



Манба: Марказий банк

Бунда, импорт ўтган йилнинг мос даврига нисбатан **18,7 фоизга** ўсди ва пандемиядан олдинги даражасигача етди.

Йил якунигача импорт ҳажмининг ўсиш суръатлари сақланиб қолиши ва ўтган йилга нисбатан **12-15 фоизга** ўсиши прогноз қилинмоқда.

2021 йилнинг 9 ойида **экспорт ҳажми** (олтинни ҳисобга олмаганда) **8,9 млрд.** долларни ташкил этиб, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан **34 фоизга** ўсди. Йил якунига қадар ушбу кўрсаткичнинг **25-30 фоиз** атрофида бўлиши кутилмоқда

2.2. Пул-кредит шароитлари таҳлили

2020 йилда пандемия боғлиқ вазиятнинг иқтисодий таъсирини юмшатиш, иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлаш ва нархлар барқарорлигини таъминлаш вазифалари ўртасидаги мувозанатни таъминлаш мақсадида Марказий банкнинг асосий ставкаси 16 фоиздан 14 фоизгача пасайтирилган ҳамда пул-кредит шароитлари бироз юмшатилиб **нисбатан қатъий** фазага ўтказилган эди.

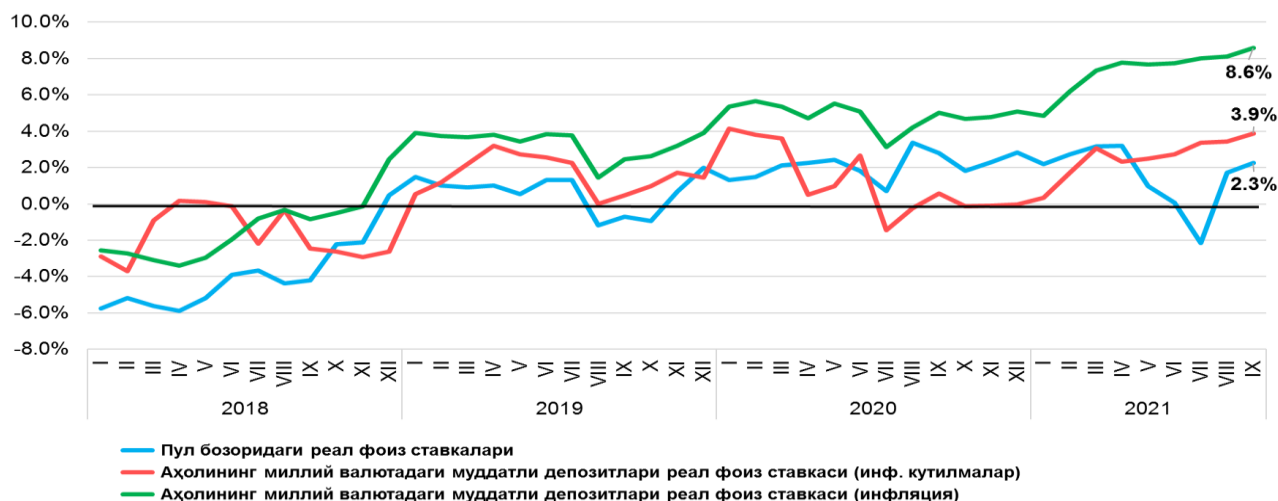
2021 йилда ушбу шароитлар ўзгаришсиз сақлаб қолинди ва пул бозоридаги депозитлар бўйича реал фоиз ставкалари банк тизимидаги **умумий ликвидлик ҳолатидан** келиб чиқиб, ўртача **2-3 фоиз** даражасида шаклланиб келмоқда. Фақатгина жорий йилнинг май-июль ойларида

умумий ликвидлик ҳажмининг кескин ортиши ҳисобига мазкур фоиз ставкаларининг сезиларли пасайиши кузатилди.

Лекин бу вақтинчалик аҳамият касб этиб, пул-кредит сиёсати инструментларига киритилган зарурий ўзгариштиришлар ҳисобига фоиз ставкалари август ойидан бошлаб **нисбатан қатъий шароитларда** кўзда тутилган даражага қайтди.

Шунингдек, жисмоний шахсларнинг миллий валютадаги муддатли депозитлари бўйича номинал фоиз ставкалари уларнинг **инфляцион кутилмалари** билан индексация қилинган ҳолда ҳисобланган фоиз ставкалари ҳам **2-3 фоизлик** ижобий даражада шаклланимоқда (15-расм).

15-расм. Пул бозоридаги депозитлар ва жисмоний шахслар муддатли депозитлари бўйича реал фоиз ставкалари динамикаси



Манба: Марказий банк

2020 йилнинг II ярмида вақтинчалик фойдаланилган **мақбул фоиз сиёсати** сабабли миллий валютадаги депозитлар бўйича фоиз ставкаларининг пасайиши кузатилган бўлса, йил бошидан ушбу механизмнинг бекор бўлиши ва банк тизимида депозит жалб қилиш бўйича рақобатнинг кучайиб бориши ҳисобига реал фоиз ставкаларининг ижобий даражаси яна тикланди.

Жисмоний шахслар муддатли депозитларининг инфляция даражаси билан индексация қилинган фоиз ставкалари жорий йил бошидаги **5-6 фоизлик** ижобий реал кўрсаткичдан йил давомида **8,6 фоизлик** даражагача ўсди.

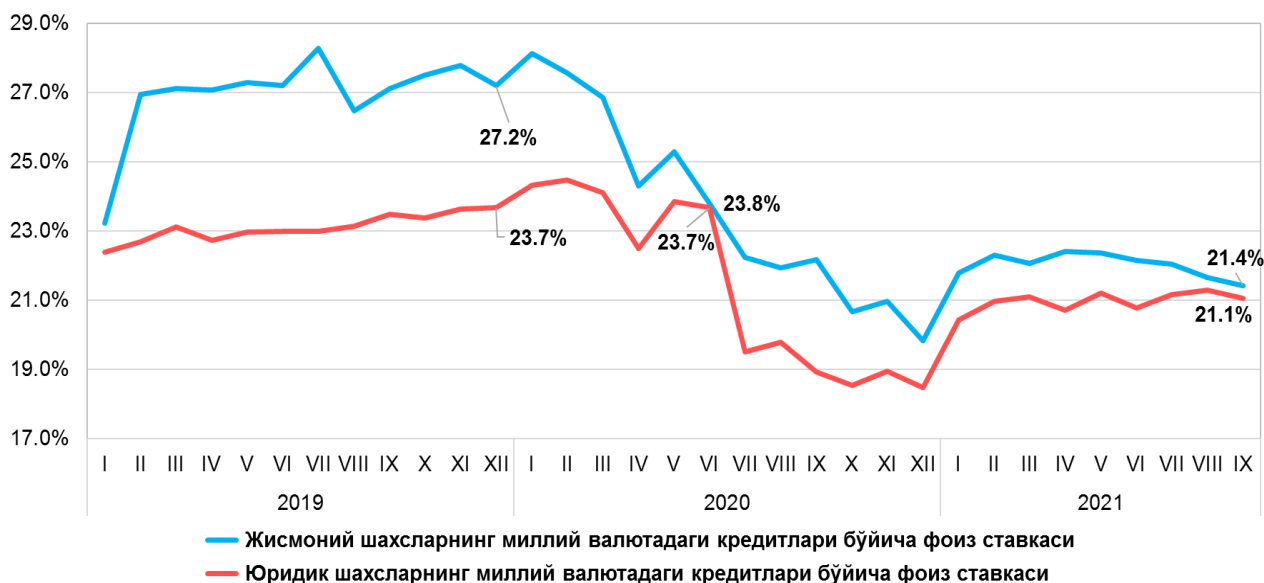
Муддатли депозитлар бўйича реал фоиз ставкаларининг

таъминланиши аҳоли **жамғариш фаоллигининг ортиши** орқали пандемиядан кейинги даврда **ялли талаб ва таклифнинг мувозанатлашишига** ҳамда молиявий ресурсларнинг банклар орқали самарали қайта тақсимланишига хизмат қилади.

Кредитлар бўйича ўртача фоиз ставкаларида ҳам 2020 йилнинг иккинчи ярмидаги пасайиш динамикаси 2021 йил бошидан ўсувчига ўзгариб, қарийб йил давомида сезиларли тебранишларсиз **21-22 фоиз** атрофида шаклланди.

2021 йилда шаклланган пул-кредит шароитлари умуман олганда инфляция даражасини мақбуллаштирувчи таъсирга эга бўлди.

16-расм. Миллий валютадаги кредитлар фоиз ставкалари динамикаси



Манба: Марказий банк

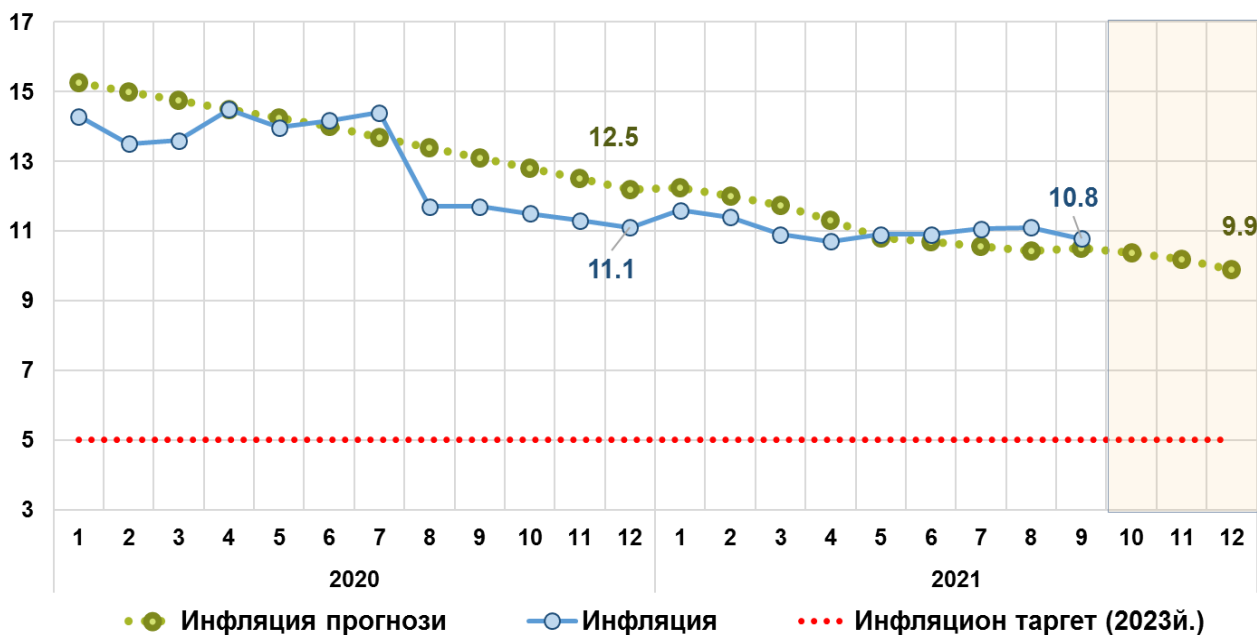
Ўз навбатида, кредитлар бўйича фоиз ставкаларининг шаклланиши пул маблағларининг нархи – депозитлар бўйича шакланган фоизлар, банклар томонидан миқдорга нисбатан ўрнатилган риск учун мукофот, банкларнинг кутилмалари ва бошқа операцион харажатлардан иборат бўлади (16-расм).

Бунда ўтган йилги пандемия таъсирларининг босқичма-босқич чиқиб кетиши натижасида йил бошидан йиллик инфляция даражаси **пасайиш динамика-сига** эга бўлган бўлса, корона-вируснинг навбатдаги тўлқинларининг жонланиши ҳамда жаҳон бозорларидаги асосий озиқ-овқат

маҳсулотлари ва энергия ресурслари нархининг ошиши таъсирида май ойдан бошлаб йиллик инфляция **ўсувчи динамика**ни намоён эта бошлади.

Сентябрь ойдан эса ушбу динамика яна пасайиш трендига ўтиб, йиллик **10,8 фоизни** ташкил этди. 2021 йил якуни бўйича инфляция даражасининг ўтган йилдаги юқори база эффекти, асосий озиқ-овқат маҳсулотлари билан бозорларни тўлдириш бўйича кўрилаётган чоралар ва жорий пул-кредит шароитларининг сақланиб қолиши ҳисобига **9,9 фоизгача** пасайиши кутилмоқда (17-расм).

17-расм. Инфляция даражаси ва прогнози



Манба: Марказий банк

2.3. Пул-кредит инструментлари ва ички валюта бозоридаги ўзгаришлар

2021 йилда Марказий банкнинг **операцион механизми ва пул-кредит сиёсати инструментларини** такомиллаштириш ва инфляцион таргетлаш режими стандартларига мувофиқлаштириш бўйича ишлар фаоллаштирилди.

Хусусан, йил бошидан Марказий банк ва Молия вазирлиги томонидан муомалага чиқариладиган облигациялар бўйича **чораклик графикни** олдиндан эълон қилиш амалиёти йўлга қўйилди ва эндиликда тижорат банклари муомалага чиқарилиши режалаштирилган давлат қимматли қоғозлари ҳажмини, муддатини ва турини олдиндан билишлари ҳамда ликвидликни бошқаришда эътиборга олишлари мумкин бўлди.

Шунингдек, **пул-кредит операциялари ўтказилиш вақтига** ҳам тегишли ўзгартиришлар киритилди, хусусан, аукционларни кун бошида ўтказиш ва овернайт операцияларни **кун давомида** (соат 10:00 дан 16:00 гача) амалга ошириш йўлга қўйилди.

Бунда овернайт операцияларнинг кун давомида очиқ бўлиши банкларнинг ликвидлик

бўйича кутилмаларини мувозанатлаштириб, пул бозори фоиз ставкаларига ижобий таъсир кўрсатди.

Шу ўринда, овернайт операциялар бўйича фоиз ставкаларининг иш куни эмас, балки **календарь куни бўйича** ҳисоблаш амалиёти жорий этилди. Бунга қадар жума ёки байрам олди куни амалга оширилган (3-4 кун давомида фойдаланилган) овернайт операциялар бўйича ҳам 1 кунлик фоиз ставкаси ҳисобланган бўлиб, пул бозоридаги ҳолатдан фарқ қилган.

Бу эса, **арбитраж ҳолатини** юзага келтириб, пул бозори фаолиятига маълум даражада таъсирга эга бўлган. Мазкур ўзгартириш билан Марказий банкнинг қисқа муддатли пул-кредит операциялари ва пул бозоридаги депозит амалиётлари бўйича фоиз ҳисоблаш жараёнлари бирхиллаштирилди.

Банк тизими умумий ликвидлиги прогнозидан келиб чиқиб, 2 кундан 13 кунгача бўлган **тўғрилаш** (“fine-tuning”) операциялари жорий этилди ва бунда мажбурий захиралаш ҳисоблаш даври давомида (одатда унинг сўнгги 10 кунлигида) банкларнинг

ўртачалаш меъёрини бажариш ҳолатидан келиб чиқиб маълум ҳажмдаги **РЕПО, СВОП ва депозит аукционлари** ўтказилиши назарда тутилди.

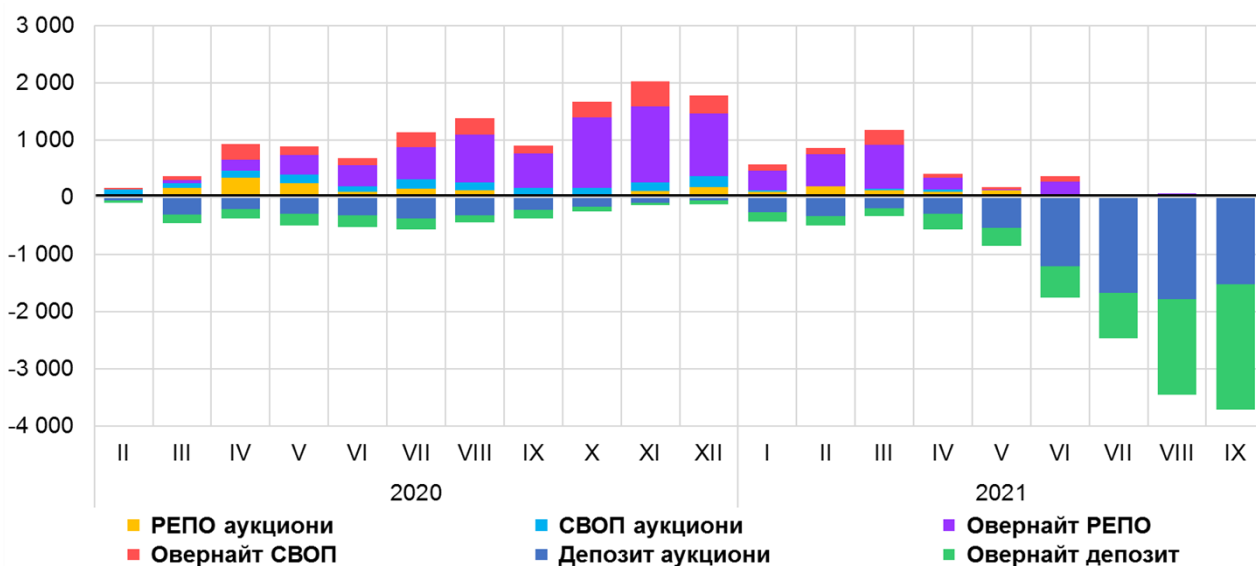
Бироқ, 2021 йилнинг ўтган даврида банк тизимида умумий ликвидликнинг сезиларли ортиши кузатилиб, улар томонидан ўртачалаш меъёрининг мунтазам равишда бажарилиши ҳисобига **ушбу операцияларга талаб бўлмади.**

Аксинча, май-июль ойларида умумий ликвидликнинг сезиларли ортиши сабабли Марказий банкнинг жалб этиш операцияларига талаб ошди. Натижада мазкур ҳолат **депозит аукционлари ҳажми** ва **Марказий банк облигацияларининг чиқа-**

рилиш графигига тузатишлар киритишни тақозо этди.

Май ойида пул бозоридаги фоиз ставкаларининг пасая бошлаши билан Марказий банк облигациялари қолдиғи бўйича лимитлар **5 трлн. сўмдан 7,5 трлн. сўмгача** ва икки ҳафталик депозит аукционлари ҳажми **100 млрд. сўмдан 200 млрд. сўмгача** оширилди. Июнь ойида ҳам умумий ликвидлик ҳажмининг ортишда давом этиши ва бозорда фоиз ставкалари пасаяувчи динамикасининг сақланиб қолишига жавобан Марказий банк облигациялари қолдиғи лимити **10 трлн. сўмгача** ва икки ҳафталик депозит аукционлари ҳажми эса **500 млрд. сўмгача** оширилди (18-расм).

18-расм. Марказий банкнинг қисқа муддатли пул-кредит операциялари қолдиғи динамикаси (ой давомида ўртача кунлик қолдиқ, млрд. сўм)



Манба: Марказий банк

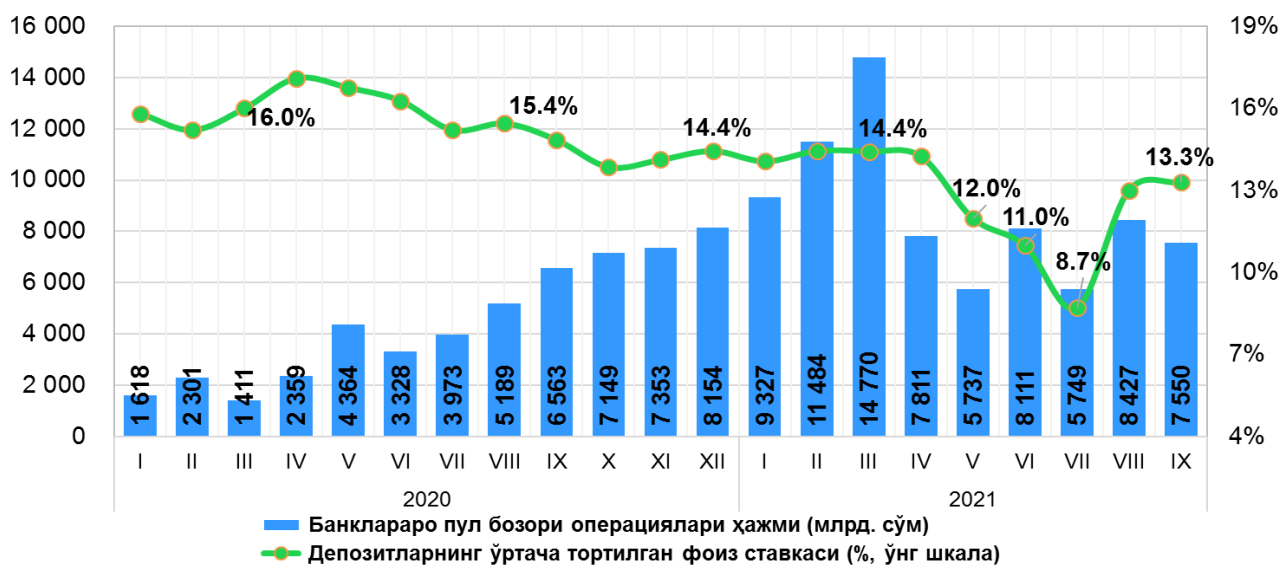
Шунингдек, ҳукумат операцияларининг III чорақда ҳам умумий ликвидликка оширувчи таъсирининг сақланиб қолиши, пул бозоридаги фоиз ставкалари динамикаси ҳамда банк тизими умумий ликвидлигининг келгуси ойлар учун прогнозидан келиб чиқиб, сентябрь ойида Марказий банк облигациялари қолдиғи лимити **15 трлн.** сўмгача ва депозит аукционлари ҳажми бўйича лимит **4 трлн.** сўмгача оширилди.

Жорий йилнинг август ойидан бошлаб Марказий банк **операцион механизмига** ҳам бир қатор ўзгартиришлар киритилди. Хусусан, май-июль ойларида бюджет харажатларининг иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлаш мақсадида сезиларли

даражада оширилганлиги банк тизими умумий ликвидлик даражасининг ортишига сабаб бўлиб, банклараро пул бозоридаги фоиз ставкалари даражасига салмоқли таъсирга эга бўлди.

Банк тизимида ликвидлик таркибий профицитининг ўсиб бориши ҳамда банклараро пул бозоридаги шароитларнинг сезиларли даражада юмшаши кузатилиб, **июль** ойида ўртача тортилган фоиз ставкалари **8,7 фоизгача** пасайган бўлса, **август** ойидан бошлаб операцион механизмдаги зарурий ўзгартиришлар ҳисобига фоиз ставкаларининг **13 фоизгача** кўтарилиши ва фоиз коридори доирасига қайтиши кузатилди (19-расм).

19-расм. Банклараро пул бозорида операциялар ҳажми (млрд. сўм) ва фоиз ставкалари



Манба: Марказий банк

Мазкур ҳолат Марказий банк фоиз коридори таъсирчанлигини ошириш мақсадида овернайт депозит операциялари бўйича **лимитларни тўлиқ бекор қилиш ва доимий равишда чекланмаган миқдорда** амалга оширишни ҳамда пул-кредит сиёсати инструментларига тегишли ўзгартиришлар киритишни тақозо этди.

Хусусан, Марказий банкнинг фоиз коридори **±2 фоиз бандгача** кенгайтирилди ва жорий **14 фоизлик** асосий ставка шароитида овернайт РЕПО ва СВОП операциялари **16 фоиздан** (асосий ставка + 2 фоиз) ва овернайт депозит операциялари **12 фоиздан** (асосий ставка – 2 фоиз) амалга оширилмоқда.

Фоиз коридорининг кенгайтирилиши **банкларнинг пул бозоридаги фаоллигининг пастлиги** (қатнашувчи банклар сони ва кунлик амалиётлар ҳажмининг камлиги) ва натижада банклар ўртасида умумий ликвидликнинг қайта тақсимланиш самарадорлигининг етарли даражада эмаслиги билан изоҳланади.

Марказий банкнинг олдинги фоиз коридори шароитида (асосий ставкага нисбатан ±1%) банклар учун пул бозорида савдо қилиш қизиқиши **2 фоиз бўлиб**, шартно-

мага киришувчи ҳар бир банк учун **1 фоизлик** фарқ тўғри келиб, банкларнинг қизиқиши пастроқ эди.

Халқаро амалиётда асосий ставка даражаси нисбатан юқори бўлган давлатларда фоиз коридорининг кенгроқ бўлиши ҳамда инфляция даражасининг мувозанатлашиши ва асосий ставканинг пасайиши билан фоиз коридорининг торайиб бориши кузатилади.

Кенгроқ фоиз коридорининг жорий этилиши эса банкларнинг пул бозоридаги операцияларга бўлган қизиқишини ошириш (4 фоиз бандлик тафовут) ва шу орқали пул бозорида фаол иштирок этишини таъминлаш ҳамда Марказий банкнинг пул-кредит операцияларига бўлган талабини қисқартиришга қаратилган.

Хусусан, **5 августдан** (навбатдаги мажбурий захиралаш даврининг дастлабки кунидан) муомалага киритилган кенгайтирилган фоиз коридори ҳисобига пул бозорида фаолликнинг ортиши кузатилиб, жами депозит операциялари ҳажми август ойида **8,4 трлн.** сўмни ташкил этиб, июль ойига нисбатан **46,6 фоизга** ўсди.

Инфляцион таргетлаш режими стандартларига мувофиқ, Марказий банкнинг овернайт депозит операцияларининг чекланмаган миқдорда ўтказилиши йўлга қўйилган дастлабки кундан (5 августдан) бошлаб пул бозори фоиз ставкалари **фоиз коридорига қайтди** ва бугунги кунга қадар **фоиз коридоридан юқорига ёки пастга оғиши кузатилмади (20-расм).**

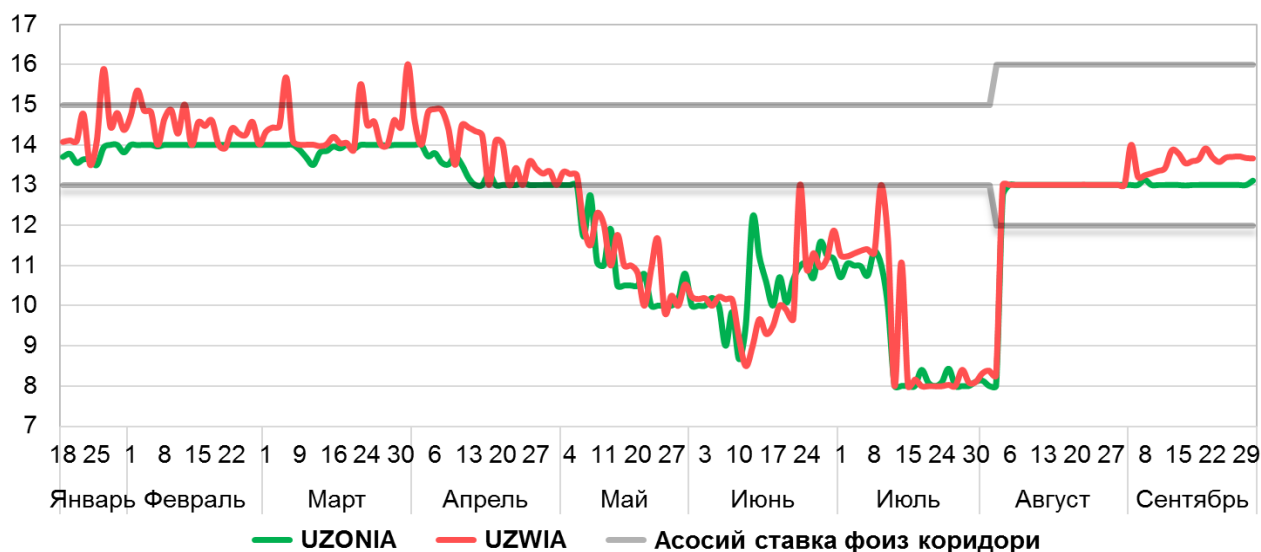
Жорий йилнинг август ойида **мажбурий захиралаш меъёрларига** ҳам айрим ўзгартиришлар киритилган бўлиб, тижорат банкларининг миллий валютадаги депозитлари учун Марказий банкда шакллантириладиган мажбурий резервлари нормативи **миллий валютадаги депозитлар учун 4 фоиз даражасида ўзгарти-**

ришсиз қолдирилган бўлса, **чет эл валютасидаги депозитлари учун 18 фоиз даражасида** белгиланди (олдинги меъёр 14 фоиз).

Хорижий валютадаги депозитлар учун мажбурий захиралаш меъёрларининг оширилиши бир томондан иқтисодиётда **депозитлар долларлашувини** маълум даражада қисқартирса, иккинчи томондан умумий ликвидликнинг ошиши шароитида **ликвидликни бошқаришнинг бир марталик инструменти** сифатида хизмат қилади.

Шу билан бирга, тижорат банкларининг Марказий банкдаги мажбурий резервлари миқдори нисбатан **ўртачалаш коэффициенти 75 фоиздан 80 фоизгача** оширилди.

20-расм. Пул бозорининг “UZONIA” ва “UZWIA” индекслари



Манба: Марказий банк

Бу хорижий валютадаги депозитлар бўйича мажбурий захиралаш меъёри ўзгартирилишининг банкларга бўлган босимини минималлаштиради.

Шунингдек, ўртачалаш коэффицентининг оширилиши бир томондан банкларнинг ликвидликни бошқаришдаги мослашувчанлигини оширса, бошқа томондан вакиллик ҳисобварағида сақланиши лозим бўлган маблағлар ҳажмининг ортиши орқали банкларнинг қатъий пруденциал нормативларни бажаришига ижобий таъсир кўрсатади.

Инфляцион таргетлаш режимини самарали жорий этишда валюта сиёсатида Марказий банкнинг валюта интервенцияларини такомиллаштириш, маркет-мейкерлар институтини ривожлантириш, Ўзбекистон республика валюта биржасида ўтказиладиган валюта савдоларини амалдаги “фиксинг” усулидан узлуксиз аукцион “мэтчинг” усулига ўтказиш ҳамда валюта курсининг шаклланишида тижорат банкларининг ролини ошириш вазифалари белгиланган эди.

Ушбу вазифалардан келиб чиқиб, Марказий банк бошқарувининг қарори билан **2021 йилнинг 15 февралидан** бошлаб ички валюта бозоридаги амалиётлар бўйича қуйидаги ўзгартиришлар амалга оширилди:

1. Валюта курсини аниқлашда мавжуд фиксация қилиш (“fixing”)³ усулидан давомли аукцион – “matching” усулига ўтилди.

Аксарият ривожланаётган давлатлар, шунингдек, инфляцион таргетлаш режимини жорий этган барча давлатлар савдоларни давомли аукцион (“matching”) усулида амалга оширади.

Давомли аукцион усулида ички валюта бозорида валюта савдолари узоқроқ муддат давом этади, сотиб олувчи ва сотувчиларнинг нархлари **ўзаро мувофиқ келган буюртмалари** бўйича турли курсларда операциялар амалга ошиб боради ва **бозор иштирокчиларининг курсни аниқлашдаги аҳамияти ортади.** Марказий банк ҳам бозорнинг бир иштирокчиси сифатида ўз интервенцияларини амалга оширади.

Бу усул валюта курси шаклланишида бозор тамойил-

³ **Фиксация қилиш (“fixing”) усулида** ички валюта бозорида сотиб олиш ва сотиш учун аризаларнинг умумий ҳажми мувозанатини таъминлайдиган ягона курс белгиланади.

ларини кенгроқ жорий этиш, унинг тўлиқ талаб ва таклиф асосида шаклланишини таъминлаш ҳамда макроиқтисодий шароитларга мослашувчанлигини ошириш имконини беради.

Мазкур ўзгартиришларга кўра, валюта биржасида валюта олди-сотдиси бўйича савдо сессиялари соат 10:00 дан 10:30 гача **“колл аукцион”** усулида ҳамда соат 10:30 дан 15:00 гача **узлуксиз аукцион “мэтчинг”** усулида амалга оширилмоқда.

2. Марказий банк расмий курсининг кунлик белгиланиши йўлга қўйилди.

Ички валюта бозоридаги савдоларнинг “мэтчинг” усулига ўтказилиши натижасида валюта шартномалари турли валюта курсларида (банкларнинг ўзаро келишувлари асосида) тузилиши, савдолар тугагач кунлик ўртача валюта курсини аниқлаш заруриятини юзага келтирди.

Бунда **расмий валюта курси** валюта биржаси аукцион савдолари орқали соат 10:00 дан 15:00 гача бўлган вақт оралиғида амалга оширилган валюта олди-сотди операцияларининг ўртача тортилган курслари миқдорида белгиланиб, ҳар банк иш куни **соат 16:00 да** эълон қилиб бориш амалиёти йўлга қўйилди.

3. Валюта олди-сотдиси бўйича ҳисоб-китоблар халқаро стандартларга мувофиқлаштирилди.

Ички валюта бозоридаги валюта олди-сотди операциялари бўйича ҳисоб-китоблар **T+0** (бугунги иш куни) шаклида, яъни тижорат банклари томонидан пул маблағларининг ўтказилиши шу куннинг ўзида амалга оширилган.

Халқаро амалиётда ва валюта операциялари бўйича стандартларда ҳисоб-китобларни амалга оширишда **T+1** (кейинги иш куни) ва **T+2** (кейинги иккинчи иш куни) шакллари кенг қўлланилиб келинади ва бу тижорат банкларига валюта бозорида эркин савдо қилиш ва ўз ликвидликларини савдо натижаларига кўра шакллантириш имконини беради.

4. Тижорат банкларига ички валюта бозорида эркин савдо қилиш имконияти берилди. Тижорат банкларининг ички валюта бозорини янада ривожлантиришдаги, хусусан, валюта курсини аниқлашдаги родини ошириш мақсадида тижорат банкларининг **мижозлар номидан** банклараро валюта савдосида қатнашиш амалиётидан воз кечилди ва уларга ўз **очиқ валюта позициялари**

доирасида чет эл валютасини эркин сотиб олиш ва сотиш имкониятлари яратилди. Давомли аукцион усулида тижорат банкларига очиқ валюта позициялари доирасида ички валюта бозорида хорижий валютани эркин сотиш ёки сотиб олиш имкониятининг берилиши уларнинг **валюта курсини аниқлашдаги иштирокини рағбатлантиради** ва мувозанатли валюта курси шаклланишига ёрдам беради.

5. “Ўзбекистон Республикаси Марказий банкининг 2021-2025 йилларга мўлжалланган валюта интервенциялари стратегияси” тасдиқланди.

Стратегия ўз ичига Марказий банк валюта интервенцияларининг асосий тамойиллари, мақсад ва вазифалари, интервенция шакллари ҳамда у соҳадаги коммуникацион жараёнларни қамраб олади.

Пул-кредит сиёсатининг операцион механизми

2021 йил давомида ҳам Марказий банкнинг қисқа муддатли пул-кредит операциялари такомиллаштириб борилди ва бугунги кунда операцион механизм қуйидаги кўриниш олди.

Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати операцион механизми

Мақсади	Инструмент	Шартлари	Фоиз ставкаси
Ликвидликни тақдим этиш	РЕПО аукциони	14 кунгача (душанба)	Асосий ставка (қуйи чегара)
	СВОП аукциони	14 кунгача (душанба)	Асосий ставка (қуйи чегара)
	Овернайт РЕПО операциялари	1 кунлик (доимий, чекланмаган ҳажмда)	Асосий ставка + 2%
	Овернайт СВОП операциялари	1 кунлик (доимий, чекланмаган ҳажмда)	Асосий ставка + 2%
Ликвидликни жалб этиш	Овернайт депозит операциялари	1 кунлик (доимий, чекланмаган ҳажмда)	Асосий ставка - 2%
	Депозит аукциони	14 кунгача (сешанба ва пайшанба)	Асосий ставка (юқори чегара)
	Марказий банк облигациялари	12 ойгача (график асосида)	Асосий ставка (юқори чегара)

Таъкидлаш жоизки, банк тизимида **ликвидликнинг етарлилиги** ёки ортиқчалигини баҳолашда Марказий банк халқаро амалиётда кенг қўлланиладиган стандартлардан фойдаланади. Хусусан, 2018 йилдан бошлаб мажбурий захиралашда ўртачалаш коэффициентидан фойдаланиш йўлга қўйилган бўлиб, бугунги кунда мазкур кўрсаткич **0,8 бирликни** ташкил этади. Яъни, тижорат банкларига жалб этилган депозитлари бўйича шакллантирилиши лозим бўлган мажбурий захиралаш ҳажмининг **80 фоизини** ўзларининг вакиллик ҳисобварақларида сақлаш имконияти берилган.

Мазкур маблағлардан банклар иш куни давомида мижозларининг тўловларини амалга ошириш мақсадида фойдаланишлари мумкин ва ҳисоблаш даври мобайнида кунлик ўртача қолдиқ мазкур суммадан кам бўлмаслигини таъминлашлари зарур.

Банк тизими ликвидлиги ҳажми мазкур ўртачалаш суммасидан ортиқ бўлса ижобий тафовут, кам бўлса манфий тафовут мавжуд бўлади. Марказий банкда омиллар кесимида **банк тизими ликвидлигини таҳлил ва прогноз қилиш** механизмига асосан мавжуд тақчиллик / ортиқчаликни самарали бошқариш учун зарур бўлган **пул-кредит операциялари ҳажми ва муддатлари** белгиланади.

III. 2022-2024 ЙИЛЛАРДА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШНИНГ АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ

3.1. Операцион механизм ва банклараро пул бозорини янада ривожлантириш чоралари

Пул-кредит сиёсатининг операцион механизмида инфляцион таргетлаш режими доирасида 2020 йилда **янги инструментлар тўплами** жорий қилинган бўлса, 2021 йилда асосий эътибор, мавжуд **инструментларни такомиллаштириш**, уларнинг ўтказилиш вақти, ҳажми ва қўлланилиш кўламини кенгайтириш ҳамда ишлаш механизмларини оптималлаштириб боришга қаратилди.

Ушбу йўналишда кейинги босқичлардаги энг муҳим вазифалардан бири мазкур операцион механизм инструментларини ва пул-кредит сиёсати жараёнларини инфляцион таргетлаш режими стандартларига **тўлиқ мослаштириш** ҳисобланади.

Бу борада 2022 йилда ва 2023-2024 йиллар давомида банк тизими ликвидлигини тартибга солиш самарадорлигини ошириш, пул бозорида банклар иштирокини янада фаоллаштириш, давлат қимматли қоғозлари билан иккиламчи савдоларни кенгайтириш ва шу орқали трансмиссион механизмнинг фоиз каналини

ривожлантириш борасида қатор чораларни амалга ошириш режалаштирилган.

1. Ликвидлик таҳлили ва прогнозини кучайтириш. 2019-2021 йиллар давомида банк тизими ликвидлигини таҳлил ва прогноз қилишда янги услублар жорий этилди. Умумий ликвидликка таъсир этувчи **ҳар бир омилни** чуқур ўрганиш, уларнинг кутилаётган таъсирини доимий маълумот алмашуви орқали самарали прогноз қилиш имконияти яратилди.

Бугунги кунда банк тизими ликвидлигини ва муомаладаги нақд пуллар ҳажмини прогноз қилишда **эконометрик моделларни** қўллаш ва улардан кенг фойдаланишни жорий этиш бўйича ишлар амалга оширилмоқда. 2022 йилдан бошлаб ликвидлик прогнозида тўлиқ моделлар натижаларига асосланишга ўтилади.

Шунингдек, **ҳукумат операцияларининг банк тизими ликвидлигига таъсирини** ўрганиш, унда мавжуд мавсумийликни ҳисобга олган ҳолда келгуси давр

учун прогнозини амалга ошириш ҳамда ликвидлик прогнозидан қисқа муддатли пул-кредит сиёсати инструментлари ҳажми ва муддатини аниқлашда фойдаланиш имкониятлари кенгайтириб борилади.

Ликвидлик прогнозида Молия вазирлиги билан ҳукумат операциялари бўйича, тижорат банклари билан нақд пул ва валютага талаблари бўйича, Ўзбекистон Тикланиш ва тараққиёт жамғармаси, Қишлоқ хўжалигини давлат томонидан қўллаб-қувватлаш ва пенсия жамғармалари билан улар томонидан амалга ошириладиган операциялар бўйича доимий маълумот алмашиш тизими такомиллаштирилиб, маълумотлар сифати ва аниқлиги ошириб борилади.

2. Ликвидликни бошқариш стратегиясини ишлаб чиқиш. Операцион механизмни такомиллаштиришда амалга оширилаётган ўзгартиришларнинг тўғри кетма-кетлигини танлаш ҳамда улар бўйича шаффоф коммуникацияни таъминлаш мақсадида келгуси йилларда Марказий банкнинг ўрта муддатли **“Ликвидликни бошқариш стратегияси”**ни ишлаб чиқиш режалаштирилмоқда.

Мазкур стратегиянинг инфляция таргетлашга ўтган бошқа давлатлар тажрибасини чуқур ўрганган ҳолда ХМИ экспертлари билан ҳамкорликда ишлаб чиқилиши ушбу йўналишда **амалга оширилаётган чораларнинг тизимлилиги ва самарадорлигини таъминлашга** хизмат қилади.

“Ликвидликни бошқариш стратегияси” **“Йўл харитаси” кўринишида** ишлаб чиқилади ҳамда пул-кредит сиёсати бўйича қарорлар қабул қилишда, ликвидликни самарали тартибга солинишини таъминлашда асос бўлиб хизмат қилади.

“Йўл харитаси”ни ишлаб чиқиш билан бир қаторда ликвидликнинг омиллар кесимидаги ўрта муддатли (камида 3 йиллик) прогнози ҳам ишлаб чиқилади.

3. Пул-кредит сиёсати операцияларини ўтказиш механизмларини янада такомиллаштириш. Ушбу йўналишда Марказий банкнинг қисқа муддатли пул-кредит операцияларининг пул бозорида нархни белгилашдаги ролини ошириш, пул-кредит соҳасидаги ҳолат ва шароитлар бўйича тўғри сигнал бериш ва шу орқали асосий ставка бўйича қарорларни иқтисодиёт-

даги фоиз ставкаларига ўтказиш самарадорлигини оширишга асосий эътибор қаратилади.

Хусусан, асосий пул-кредит операцияларини аукционлардан **тўлиқ қопланадиган ўзгармас ставкали** (“fixed rate full allotment”) операцияларга ўтказиш режалаштирилган бўлиб, бунда жорий депозит аукционлари ўрнига чекланмаган ҳажмда амалга ошириладиган муддати 14 кунгача бўлган депозит операцияларига ўтилади. Ушбу операциялар бўйича фоиз ставкаси Марказий банк асосий ставкасига тенг бўлади.

Аукционларнинг ўзгармас ставкали операцияларга ўтказилиши пул бозоридаги фоиз ставкаларининг асосий ставкага нисбатан **тебранувчанлигининг пасайишига**, асосий ставка таъсирининг ва трансмиссион механизм самарадорлигининг ошишига хизмат қилади.

Шунингдек, **Марказий банк облигациялари бўйича юқори чегарани бекор қилиш** натижадорлиги ўрганиб чиқилмоқда. Бугунги кунда Марказий банк облигацияларининг муомалага чиқарилиши бўйича амалга ошириладиган аукционларда **даромадлиликнинг юқори чегараси** сифатида асосий ставка белгиланган.

Банк тизими ликвидлигини тартибга солишда Марказий банк инструментлари бўйича фоиз ставкалари – қисқароқ муддатли операциялар бўйича (овернайт операциялар ва аукционлар) **нархни белгилловчи** (“price maker”) ва узоқроқ муддатли операциялар (облигациялар) бўйича **нархни қабул қилувчи** (“price taker”) вазифасини бажариши лозимлиги сабабли ҳам ушбу **вақтинча жорий этилган** юқори чегаранинг олиб ташланиши назарда тутилмоқда.

4. Пул-кредит сиёсати операцион мақсадини такомиллаштириш. Пул-кредит сиёсатининг **операцион мақсадини** пул бозоридаги **овернайт депозит операциялари** бўйича фоиз ставкаларини Марказий банк асосий ставкасига яқин, фоиз коридори доирасида шаклланишини таъминлаш этиб ўзгартириш режалаштирилмоқда.

Инфляцион таргетлаш режимида ўтган аксарият давлатларда операцион мақсад сифатида банклараро пул бозоридаги **1 кунлик** (овернайт) операциялар бўйича фоиз ставкалари таргет базаси сифатида олинган.

Мамлакатимизда операцион таргет белгиланган вақтда банклараро пул бозоридаги

амалиётлар сони кам бўлганлиги ҳамда **банклар фаоллигининг пастлиги** сабабли ҳам мақсад сифатида пул бозоридаги муддати **14 кунгача** бўлган депозитлар бўйича фоиз ставкаларининг асосий ставкага яқин фоиз коридори доирасида шаклланишини таъминлаш вазифаси белгиланган эди.

Бугунги кунда пул бозоридаги битимлар сонининг, шу жумладан, овернайт операциялар сони ва ҳажмининг ортиб бораётганлиги натижасида операцион мақсад базасини **14 кунгача** бўлган депозитлардан **1 кунлик** овернайт депозитларга ўзгартириш учун шароитлар яратилди.

Шу билан бирга, **пул бозори индексларини** такомиллаштириш ҳам кўзда тутилмоқда. Марказий банк 2021 йил январь ойида пул бозоридаги фоиз ставкалари бўйича **“UZONIA”** ва **“UZWIA”** индексларини жорий этган эди. Капитал ва молия бозорлари ривожланмаган бугунги кунда ушбу индекслар иқтисодиётда молиявий инструментлар нархини баҳолаш учун асосий **“бенчмарк”** вазифасини ўтамоқда.

Индексларга бўлган ишончни ошириш, биринчи навбатда, уларнинг ҳисоблаш **методологияси шаффофлигини** таъмин-

лаш, индексларнинг кескин тебранишларини олдини олиш мақсадида мукамал операцион механизмни ташкил этиш ва пул бозоридаги операциялар сонининг ортиши учун шароит яратиш билан боғлиқ бўлиб, ушбу йўналишдаги ишлар пул-кредит сиёсатининг келгуси йилларга мўлжалланган асосий йўналишларидан бири ҳисобланади.

5. Банклараро пул бозори фаоллигини ошириш. Бугунги кунда фақатгина **гаровсиз (“unsecured”) банклараро пул бозори** фаолият кўрсатаётган бўлиб, банк тизимида умумий ликвидлик профицитининг мавжудлиги ва ушбу профицитнинг деярли барча банкларга тақсимланганлиги сабабли ҳам сўнгги ойларда пул бозори фаоллигининг бироз сусайганлиги кузатилмоқда. Таъкидлаш жоизки, банкларнинг ликвидликни ўзаро қайта тақсимлашдаги фаоллигини рағбатлантириш ва пул бозоридаги амалиётлар жозибадорлигини ошириш мақсадида **Марказий банк фоиз коридори кенгайтирилди.**

Ўрта муддатли истиқболда банклар билан коммуникация муносабатларини ривожлантириш ва улар учун ликвидликни самарали бошқариш бўйича семинарлар сонини ошириш, ХМИ экспертларини таклиф этган ҳолда

банк мутахассисларининг малакасини ошириш, банк тизимини трансформация қилиш жараёнларини тезлаштириш, уларнинг пул бозоридаги фаоллигини рағбатлантириш режалаштирилган. Банкларнинг ўзаро операцияларида ишончни ошириш ва хатарларни қисқартириш мақсадида **банклараро РЕПО бозори фаолиятини ташкил**

этиш ҳам эътибор қаратиладиган муҳим масалалардан ҳисобланади. Шунингдек, пул-кредит соҳасидаги вазиятдан келиб чиққан ҳолда пул-кредит сиёсати ва пруденциал сиёсатларнинг самарали интеграциясини таъминлаш орқали пул бозорини янада ривожлантириш чоралари кўриб борилади.

3.2. Ички валюта бозорини янада ривожлантириш йўналишлари

Марказий банк томонидан ички валюта бозорини янада такомиллаштириш ва курс шаклланишида иштирокчилар родини ошириш бўйича ўрта муддатли истиқболда бир қатор чора-тадбирларни амалга ошириш режалаштирилган. Хусусан, бугунги кунда Марказий банк ички валюта бозорининг асосий иштирокчиси бўлиб, валюта таклифини таъминлашдаги роли юқори ҳисобланади. Бироқ ички валюта бозорини ривожлантириш жараёнида босқичма-босқич Марказий банк родини камайтириш ва тижорат банкларининг **маркет-мейкер** (бозорни ташкил этувчи) родини ошириш мақсад қилиб олинган.

Маркет-мейкерлар валюта бозорининг асосий иштирокчилари ҳисобланиб, бозор ликвидлигини оширишга ҳамда **валюта таклифи ва талабини таъминлаш** орқали мувозанатли валюта курсини аниқлашга ёрдам беради. Маркет-мейкерлик вазифасини бажарувчи банклар сонининг кўпайиши банкларо валюта бозори фаолияти самарадорлигини оширишга хизмат қилади.

Шунингдек, бугунги кунда ички валюта бозоридаги операциялар

бўйича мажбуриятларнинг ўз вақтида бажарилишини таъминловчи ва хатарларни ўзига олувчи, бозор иштирокчилари ўртасида воситачи вазифаларини бажарувчи **марказий контрагент** функцияси Марказий банкда бўлиб, халқаро тажрибадан келиб чиққан ҳолда **Республика валюта биржасига** марказий контрагент функциясини юклаш режалаштирилган.

Республика валюта биржаси фаолиятини тубдан такомиллаштириш, замонавий савдо инфраструктурасини яратиш ҳамда халқаро молия институтлари, молия бозорлари ва хорижий биржалар билан ҳамкорлиги ва интеграциясини кенгайтириб бориш мақсад қилинган.

Ўз навбатида, ички валюта бозорини янада ривожлантириш ҳамда корхоналарнинг молиявий ҳолатига салбий таъсир кўрсатиши мумкин бўлган ташқи шоклар таъсирини юмшатиш ва валюта рискларини камайтириш мақсадида Ўзбекистон республика валюта биржаси савдоларида **хеджирлаш инструментлари** (своп, фьючерс ва бошқалар) жорий этилади.

Тижорат банклари ўртасида мижозлар (юридик шахслар) жалб

қилишга бўлган **рақобат муҳитини янада яхшилаш**, улар томонидан юридик шахсларга таклиф этилаётган валюта сотиш ва сотиб олиш курсларининг жозибadorлигини ошириш, ички валюта бозорида тадбиркорлар ва хўжалик юритувчи субъектлар учун зарур бўлган маблағларни ўзлари истаган банк орқали сотиш ёки сотиб олишда янада қулайликлар яратиш мақсадида хўжалик юритувчи субъектларнинг валюта олди-сотди операцияларини исталган банкда (асосий ҳисобрақамига хизмат кўрсатувчи банкни ўзгартирмаган ҳолда) амалга ошириш имконияти яратилади.

Ўз ўрнида, тижорат банклари томонидан валюта биржаси ва миқозлар билан чет эл валюта-сини сотиш ва сотиб олиш операцияларини амалга оширишда **манипуляция ҳолатларини олдини олиш** мақсадида жаҳон валюта бозори иштирокчиларининг умумэътироф этилган валюта бозорида амалга ошириладиган энг намунали амалиётларни ўз ичига олган **“Этика кодекси”нинг** ишлаб чиқилиши режалаштирилган.

Умуман олганда, Марказий банк келгуси йилларда ҳам ички валюта бозорини янада такомиллаштириш бўйича чора-тадбирларни амалга оширишда давом этади.

3.3. Таҳлилий салоҳиятни ривожлантириш йўналишлари

Келгусида иқтисодиётда амалга ошириладиган тизимли ислохотлар, хусусан, иқтисодиётни янада эркинлаштириш, давлатнинг иқтисодиётдаги ролини қисқартириш шароитида пул-кредит сиёсати соҳасида ҳар томонлама асосланган қарорларни қабул қилишда янада чуқурроқ таҳлил ва прогнозларни амалга ошириш талаб этилади.

Бугунги кунда марказий банк томонидан пул-кредит сиёсати бўйича қарорларни қабул қилиш **макроиқтисодий таҳлил ва прогноз тизими (FPAS)** асосида амалга оширилади. Ҳозирда марказий банк томонидан фойдаланиб келинаётган **чораклик прогнозлаштириш модели (QPM)** макроиқтисодий прогнозларни ишлаб чиқишдаги асосий модел ҳисобланади. QPM модели ўрта муддатли макроиқтисодий прогнозларни шакллантиришга ёрдам берадиган, очиқ иқтисодиётлар учун ярим-структуравий моделдир.

Ушбу модел **тўртта асосий блокларнинг – ишлаб чиқариш (IS эгри чизиғи), инфляция (Филлипс эгри чизиғи), қисқа муддатли фоиз ставкаси (монетар сиёсат реакцияси функцияси) ва валюта курси**

(қопланмаган фоизлар паритети шarti) ўзаро боғлиқлиги асосида қурилган. 2021 йил давомида моделнинг юқорида келтирилган блокларга **фискал ва кредит** блокларини ҳам қўшиш орқали модел кенгайтирилди.

2022 йил ва кейинги йилларда QPM модели янги блоклар (хусусан, ташқи сектор кўрсаткичлари) билан тўлдирилади ва модел параметрлари иқтисодиётдаги таркибий ўзгартиришларни акс эттиришга мослаштирилади.

Бундан ташқари, турли макроиқтисодий кўрсаткичлар ўртасидаги боғлиқликларни аниқлаш, уларни прогнозлаштириш учун **эконометрик моделлар қаторини** кенгайтириш кўзда тутилган.

Ялпи ички маҳсулот ҳажми реал ўсишини қисқа муддатли даврлар учун прогноз қилишда **DFM, VAR** ва **ARDL** каби моделларни ҳам такомиллаштириб бориш бўйича алоҳида йўналишда ишлар ташкил этилади.

Кейинги йилдан бошлаб халқаро молия институтлари техник кўмаги асосида макроиқтисодий сиёсатни таҳлил қилиш, турли хил иқтисодий кўрсаткичларнинг бир-бирига

боғлиқлигини ўрганиш мақсадида **динамик стохастик умумий мувозанат моделини (DSGE)** жорий этиш мақсад қилинган.

Бу модель пул-кредит, фискал ва умумий иқтисодий сиёсатнинг мувофиқлигини баҳолашга ёрдам беради. Шунингдек, қабул қилинган қарорларнинг алоҳида кўрсаткичларга таъсирини миқдорий баҳолаш учун ишлатилади.

2021 йилда инфляция даражасини қисқа муддатли прогноз қилишда **BVAR** моделидан фойдаланган ҳолда дастлабки натижалар эълон қилинган бўлиб, кейинги босқичда ушбу моделни тўлиқ жорий қилиш бўйича ишлар давом эттирилади.

Бундан ташқари, ўтган даврдаги инфляция омилларини таҳлил қилиш учун **VECM** моделларидан тўлиқ функцияда фойдаланиш бўйича чоралар кўрилади.

Инфляция даражаси ва унга таъсир этувчи омиллар, шунингдек, аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмаларини ўрганиш учун ҳар ойда Марказий банк томонидан ўтказиладиган инфляцион кутилмалар бўйича сўровнома, чораклик аҳолининг истеъмол кайфияти сўровлар ўтказиш тизими ва сўровномани **таҳлил қилиш методологиясини тако-**

миллаштириш режалаштирилмоқда.

Шунингдек, кейинги йилдан бошлаб аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг **узоқ муддатли инфляцион кутилмаларини** (икки йиллик ва уч йиллик) ҳам ўрганиб бориш тизими йўлга қўйилади.

Республика ҳудудларидаги нархлар динамикаси ва омиллари, иқтисодий жараёнлар ва кутилмаларни **сифат жиҳатдан ўрганиш** бўйича янги тизим жорий этилади. Ҳар бир ҳудуднинг ўзига хос жиҳатларидан келиб чиқиб иқтисодий жараёнлар, инфляцион омиллар ва иқтисодий агентларнинг хатти-ҳаракатларига сифат жиҳатидан **баҳо берилиб**, умумлаштириб борилади. Бу маълумотлар пул-кредит сиёсати соҳасида қарорлар қабул қилишда қўшимча компонент сифатида ишлатилади.

2021 йилнинг август ойдан жорий этилган асосий истеъмол товарлари **нархларини онлайн кузатиш** (НОК) тизими имкониятлари янада кенгайтирилиб, нархларни тўплаш, умумлаштириш ва гуруҳлаштириш жараёнлари тўлиқ **инсон омилисиз** автоматик тарзда ишлаши йўлга қўйилади. Нархлари кузатиладиган савдо нуқталари сони ва улардан олинадиган маълумотлар кўлами кенгайтириб борилади.

Нархларни онлайн кузатиш тизими

Истеъмол нархлари индекси бўйича расмий кўрсаткичларнинг фақат **ойлик даврийликда** эълон қилиниши инфляцион таргетлаш режимида нархлар динамикасини тезкор таҳлил қилиш имкониятларини чекламоқда. Ушбу даврийликни қисқартириш масаласи **муқобил кўрсаткичларни** ҳисоблаб чиқиш заруратини юзага келтирди.

Марказий банк томонидан 2021 йил август ойидан бошлаб мамлакатимиз аҳолиси кўп истеъмол қиладиган асосий товар ва хизматлар нархлари ўзгаришларини **муқобил манбалардан инсон омилиси тезкор равишда** кузатиб бориш ва доимий мониторингини амалга ошириш мақсадида **нархларни онлайн кузатиш (НОК)** тизими жорий қилинди.

Кўпчилик давлатларнинг статистика органлари ва марказий банклари томонидан сўнги йилларда нархлар ўзгаришини **интернет саҳифалари** ва **масофавий тизимлардан** фойдаланган ҳолда жамлаш ва таҳлил қилиб бориш тизимлари (*price scanning & web scraping*) амалиётга жорий этилмоқда. Бу тизимлар орқали интернет саҳифаларида барча учун кенг фойдаланишда бўлган маълумотлар асосида аввалдан танлаб олинган истеъмол товар ва хизматлари нархларини тезкор равишда ва кичик даврийликда (кунлик, ҳафталик) кузатиб бориш мумкин бўлади.

Мамлакатимизда ҳам йирик савдо супермаркетлари, ишлаб чиқарувчилар, дўконлар, хизмат кўрсатувчи субъектларнинг **онлайн савдо платформалари** ривожланиб бориши, онлайн савдо нуқталари сонининг ортиши, шу билан бирга пандемия шароитларида онлайн хизмат турларининг кенг ривожланиши Ўзбекистонда ҳам нархларни онлайн кузатиш тизимини жорий қилиш имконини берди.

Йиғилган кенг қамровли маълумотлар тўплами Халқаро валюта фондининг услубий қўлланмаси (*International Monetary Fund "Consumer Price Index Manual 2020: Concepts and Methods*) ва Европа Иттифоқи Статистика бюроси кўрсатмаларига асосан қайта ишланади. Қайта ишланган маълумотлар Давлат статистика қўмитаси томонидан истеъмол нархлари индексини қўллашда фойдаланиладиган товар ва хизматлар **вазnlари** асосида умумлаштирилади ва **ҳафталик асосда Истеъмол нархлари муқобил индекси (ИНМИ)** ҳисоблаб чиқилади.

Ушбу тизимнинг афзалликларидан бири маълумотларининг аниқ, шаффоф ва тезкорлигидадир. Яъни бунда маълумотлар онлайн режимда максимал даражада **инсон омилиси** амалга оширилади. Дастлабки босқичда нархларни онлайн кузатиш тизими орқали **50 га** яқин интернет саҳифаси иловаларидан **1000 га яқин нархлар** кузатиб борилади.

Бунинг учун аҳоли томонидан **энг кўп истеъмол қилинадиган** ва умумий ИНИ таркибида **энг юқори вазнга** эга бўлган **261** турдаги озиқ-овқат ва ноозиқ-овқат маҳсулотлари ҳамда хизматлар танлаб олинди. Бунда:

- озиқ-овқат маҳсулотлари **114 та**;
- ноозиқ-овқат маҳсулотлари **108 та**;
- хизматлар **39 тани** ташкил этади.

Бу Давлат статистика қўмитаси томонидан **510 та** товар ва хизматлар бўйича ҳисобланадиган ИНИнинг **71,2 фоизини** ташкил этади.

Товар ва хизматларни танлашда:

аҳоли томонидан **кенг истеъмол қилинадиган** (фойдаланиладиган), савдо объектларининг веб-саҳифаларида **доимий тарзда савдода мавжуд** ва **даврий янгиладиган** савдо нуқталари товар-хизматлари нархларига асосий эътибор берилади ва уларнинг нархидаги ўзгаришлар кузатиб борилади;

чегирмага тушган, совға қўшиб бериладиган акциялар асосида сотилаётган ва маълум бир имтиёз қўлланилаётган товарлар **инобатга олинмайди**;

инфляция таркибига Давлат статистика қўмитаси томонидан киритиладиган товарларга **максимал яқин хусусиятга эга** товарлар танлаб олинди.

Муқобил ИНИни шакллантиришда:

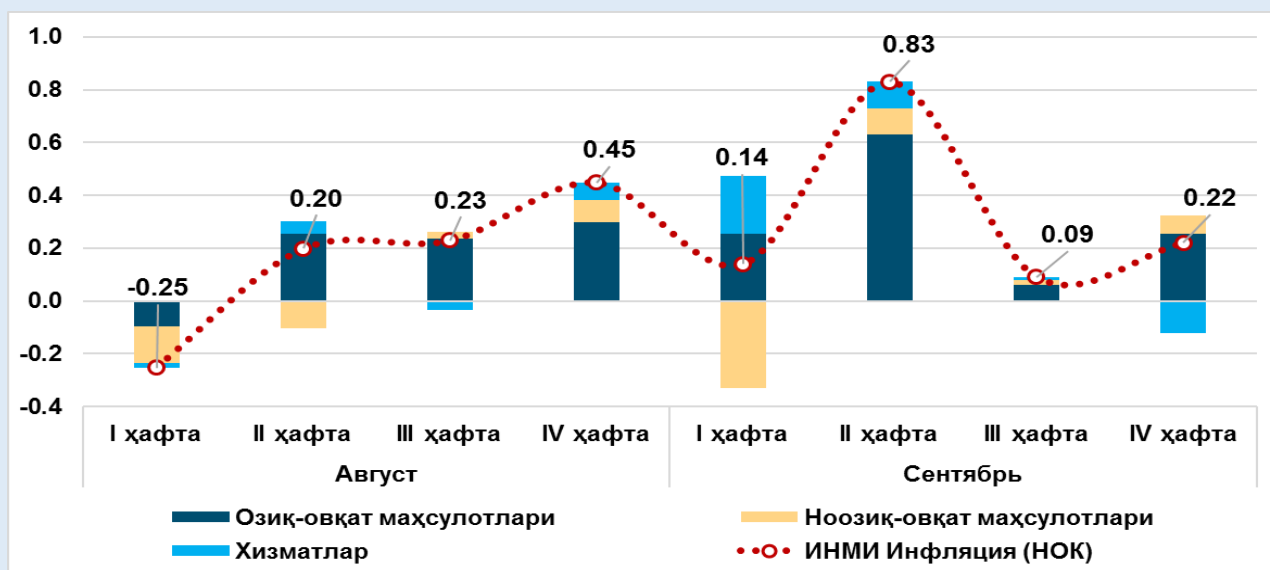
кузатув даврида (кунлик, ҳафталик) товар ва хизматларнинг қайд этилган нархлари, савдо объекти ва товарларнинг белгиланган салмоқ вазнларидан фойдаланган ҳолда бир маҳсулот тури бўйича **ҳафталик ўртача нархлари** ҳисобланади;

бир савдо объектида бир маҳсулот категорияси бўйича икки ва ундан ортиқ савдо белгилари остидаги намунаси мавжуд бўлса, бунда ҳар бир маҳсулот намунаси учун **алоҳида вазн** белгиланади;

бир турдаги маҳсулот икки ва ундан ортиқ савдо платформасидан олиниши мумкин, бунда савдо платформаларига салмоқ вазнларини белгилаш уларнинг **оммабоплиги** ва **савдо кўлаמידан** келиб чиққан ҳолда амалга оширилади;

товар ва хизматларнинг ҳафталик нарх ўзгаришини ҳисоблашда ойнинг биринчи ҳафтасидаги кузатилган нархлар **базавий нарх** сифатида қайд этилади. Кейинги ҳафта давомида олинган нархлар базавий нархларга таққосланиб, ўзгариши ҳисоблаб чиқилади. Ой якунида товар ва хизматларнинг ўртача нархлари ҳафталик нархлари ўзгариши асосида **йиғма муқобил индекси** ҳисобланади.

Нархларни онлайн кузатиш тизими орқали олинган нархлар динамикаси



Тизимни такомиллаштириш

Кейинги босқичларда ушбу тизим имкониятларини кенгайтириб **рақамли технологиялар орқали ўрганиш** (machine learning) ва махсус алгоритмларни кенг жорий қилиш орқали инсон омилини тўлиқ чеклаш, нархлар ва улар динамикасини кунлик эълон қилиб бориш орқали шаффофликни янада ошириш кўзда тутилган. Онлайн савдо ва хизмат кўрсатиш объектлари сони кўпайиб бориши билан қўшимча тарзда тизимга киритиб борилади, тизим савдо тармоқлари савдо терминаллари билан синхронлаштирилади, товар ва хизматлар турлари ва товар намуналари ҳам кўпайтириб борилади.

3.4. Пул-кредит сиёсати трансмиссион механизми самарадорлигини ошириш йўналишлари

Марказий банк **асосий ставкани ўзгартириш** орқали иқтисодиётдаги фоиз ставкаларига, молиявий активлар нархига ва макроиқтисодий кутилмаларга таъсир кўрсатади.

Бу эса, ўз навбатида, аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг истеъмол, жамғарма ва инвестициялар бўйича қарорларида ўз аксини топади ҳамда товар ва хизматларга бўлган **ялпи талаб** ва **таклиф** орқали **инфляция даражасига** таъсир этади.

Пул-кредит сиёсати қарорларининг иқтисодиётга трансмиссияси (ўтказилиши) бир неча каналлар орқали амалга ошади.

Марказий банк пул-кредит сиёсати бўйича қарорлар қабул қилиш жараёнида қарорнинг трансмиссион механизм каналлари орқали иқтисодиётга таъсирини атрофлича баҳолайди ҳамда **таъсир этиш тезлиги, таъсир кучи ва йўналишларини** инобатга олади.

Фоиз канали. Ушбу канал инфляцион таргетлаш режими доирасида Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати бўйича қарорларининг иқтисодиётга ўтишини таъминловчи асосий канал ҳисобланади ва шу сабабли

мазкур канал, энг аввало, Марказий банкнинг **иқтисодиётдаги фоиз ставкаларига таъсирини** ошириш мақсадларидан келиб чиққан ҳолда такомиллаштириб борилади.

2020-2021 йилларда фоиз канали самарадорлигини ошириш, хусусан, **самарали операцион механизмни ташкил этиш** орқали асосий ставка бўйича қарорларнинг пул бозорига ўтиши бўйича зарурий шароитлар ва инструментлар жорий этилди.

Натижада асосий ставка бўйича қарорларнинг пул бозоридаги фоиз ставкаларига таъсири ортиб борди.

Шу ўринда, келгуси йилларда операцион механизмни янада такомиллаштириш ва банклараро пул бозори фаоллигини ошириш бўйича амалга оширилиши кўзда тутилаётган чоралар пул бозоридаги **қисқа муддатли фоиз ставкаларининг ўрта ва узоқ муддатли фоиз ставкаларига, шу жумладан, иқтисодиётдаги депозитлар ва кредитлар бўйича фоиз ставкаларига таъсирининг ошиши кутилмоқда.**

Таъкидлаш жоизки, Марказий банк асосий ставкаси ўзгаришининг иқтисодиётга ва инфляция

даражасига таъсири маълум муддатни талаб этади.

Хусусан, таҳлил ва кузатишлар натижаларига кўра, асосий ставка бўйича қарорларнинг пул бозоридаги фоиз ставкаларига таъсири **1 ой** ичида бўлиши ҳамда уларнинг кейинчалик депозитлар бўйича фоиз ставкаларига ўтиши **3-6 ойгача** ва кредитлар бўйича фоиз ставкаларига таъсири **6-12 ойгача кечикиш** билан амалга ошиши маълум бўлди (21-расм).

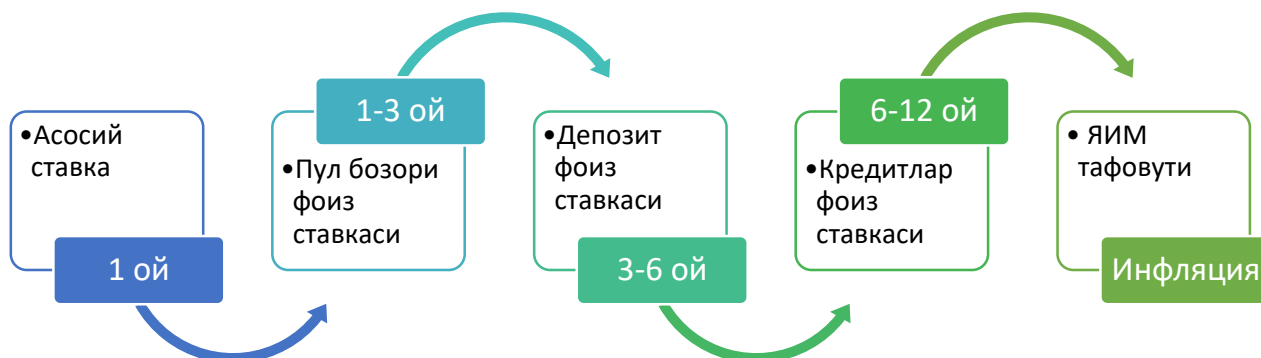
Эконометрик таҳлиллар эса фоиз ставкалари ўзгариши инфляция даражасига турли омиллар ҳисобига **2-6 чорак кечикиш** билан таъсир этишини кўрсатмоқда.

Шу сабабли ҳам Марказий банк асосий ставка бўйича

қарорлар қабул қилишда **ўрта муддатли макроиқтисодий прогнозларга** асосланади.

Фоиз каналининг **биринчи бўғини** самарадорлигини оширишда Марказий банк қисқа муддатли пул-кредит сиёсати инструментларини инфляцион таргетлаш режими стандартларига мувофиқлаштиришда давом этса, **иккинчи бўғини**, яъни пул бозорида банклар фаоллигини ошириш ва банклараро РЕПО бозорини шакллантириш бўйича чоралар **пул-кредит ва макро-пруденциал сиёсатларнинг биргаликда қўлланилишини** тақозо этади. Бундан ташқари, бугунги кунда пул бозоридаги қисқа ва узоқроқ муддатли депозитлар бўйича фоиз ставкалари **ўртасидаги тафовут** нисбатан юқори.

21-расм. Марказий банк асосий ставкаси бўйича қарорларнинг иқтисодиётга трансмиссияси бўйича кечикиш даври (“lag”)



Манба: Марказий банк

Қисқа муддатли фоизларнинг иқтисодиётда шаклланадиган фоиз ставкаларига таъсири паст даражада бўлиб, келгусида банкларнинг Марказий банк пул-кредит сиёсатига ва операцияларининг доимий мавжуд бўлишига ишончининг ортиши билан ушбу номуносибликларнинг қисқариб бориши кутилмоқда.

Ўз навбатида, фоиз ставкаларининг макроиқтисодий кўрсаткичларга таъсирини оширишда **молия бозорларининг ривожланиши**, шу жумладан, иккиламчи давлат қимматли қоғозлари бозори фаоллигининг ортиши муҳим ҳисобланади.

Бунда пул бозоридаги фоиз ставкалари давлат қимматли қоғозлари **даромадлилигини** баҳолашда асосий мезонлардан бўлади. Шундан келиб чиқиб, Марказий банк Молия вазирлиги билан биргаликда **муомаладаги давлат қимматли қоғозлари ҳажмини** сезиларли даражада ошириб бормоқда.

Каналнинг иккинчи бўғини, яъни пул бозори фоиз ставкаларининг иқтисодиётга ўтишида айрим муаммолар мавжуд бўлиб, бу биринчи навбатда, **банк хизматларига бўлган юқори талаб**, аҳоли жамғармаларида ва

кредит қўйилмаларида **долларлашув даражасининг юқорилиги** билан изоҳланади.

Узоқ йиллар давомида йиғилиб келган кредитларга бўлган талаб, сўнги 3-4 йилдаги очиқлик сиёсати ва таркибий ислохотлар натижасида юзага чиқди ва бу, ўз навбатида, кредитлар бўйича фоиз ставкаларининг ортишига олиб келди.

Натижада юқори фоиз ставкалари **инфляцион кутилмаларнинг шаклланишига салбий таъсир** кўрсатиши орқали инфляцияга қўшимча босимни юзага келтираётган бўлса, кредит ҳажмининг юқори суръатларда ўсиши **ялпи талабни ошириши** орқали инфляцион жараёнларни тезлаштирмоқда.

Шу сабабли, Марказий банк келгуси йилларда ҳам **пул-кредит ва пруденциал сиёсатларни мувофиқликда қўллаш** орқали кредит ҳажми ва улар бўйича фоиз ставкалари ўсишини мувозанатлаштириб боради.

Шунингдек, ўрта муддатли истиқболда **банк депозитлари бўйича мақбул реал ижобий фоиз ставкаларининг таъминлаб борилиши**, валюта курсининг барқарор даражада шаклланиши ва рақамли банк хизматларининг кенг ривожлан-

тирилиши орқали аҳоли жамғармаларининг босқичма-босқич банк тизимига кириб келиши ортиб бориши кутилмоқда.

Валюта курси канали. Капитал оқимлари эркин ҳаракатланадиган ва молия бозорлари етарлича ривожланган мамлакатларда **фоиз каналининг валюта курси канали билан кучли боғлиқлиги** кузатилади.

Хусусан, **фоиз** ставкаларининг пасайиши мамлакатга капитал оқимининг камайишига сабаб бўлиб, миллий валюта алмашув курсига босимни келтириб чиқаради.

Бизнинг шароитда эса **фоиз ва валюта курси каналларининг ўзаро боғлиқлиги нисбатан пастроқ** бўлиб, молия ва капитал бозорлари етарли даражада ривожланмаганлиги, молия бозорига норезидентларнинг кириши чекланганлиги сабабли **фоиз** канали таъсири фақатгина банк тизимига жалб этиладиган хорижий кредит линиялари оқимига таъсир кўрсатиши мумкин.

Фоиз ставкалари ўзгариши аҳолининг жамғариш кайфиятига, хусусан, **жамғармаларнинг валюта таркибига** сезиларли таъсир ўтказади. Жумладан, **фоиз** ставкаларининг аҳоли инфляцион кутилмаларидан пасайиб кетиши

жамғармалар долларлашувининг кучайишига олиб келиши мумкин. Шу сабабли ҳам пул-кредит сиёсати бўйича қарорлар қабул қилишда Марказий банк **2-3 фоизлик ижобий реал фоиз ставкаларини** таъминлаш чораларини кўриб боради.

Валюта курси каналини такомиллаштириш йўлидаги чоралардан бири **норезидентларга** давлат қимматли қоғозлари бозорида қатнашиш учун рухсат бериш бўлиб, бунинг натижасида нафақат мамлакатга капитал оқими муҳитининг яхшиланишига, балки бозор инфратузилмасининг ҳам ривожланишига шароит яратилади.

Бунда валюта хатарларини олдини олиш мақсадида норезидентларнинг қимматли қоғозлар бозоридаги улушини **босқичма-босқич** ошириб бориш ва зарурий **рискни бошқариш (“hedging”)** инструментларини **жорий этиш** зарур ҳисобланади.

Бугунги кунда иқтисодиётдаги пул-кредит шароитларига таъсир кўрсатишда, асосан, **фоиз** каналдан фойдаланилмоқда.

Валюта курси каналини таҳлил қилишда ички валюта бозоридаги талаб ва таклифнинг шаклланишидан келиб чиқиб, **реал самарали алмашув курси**

(РСАК) тренди ва ушбу тренддан оғиши каби индикаторларга эътибор берилади.

Бундан ташқари, валюта курси барқарорлиги, ўз навбатида, иқтисодиёт субъектлари инфляцион кутилмаларининг пасайишига ҳам **билвосита** таъсир кўрсатади.

Шунингдек, жамғармаларнинг долларлашуви қисқариб, уларнинг банк тизимига қайтиши иқтисодиётда барқарор инвестицион ресурсларнинг шаклланиши орқали иқтисодий ўсишга туртки берувчи омилларни юзага келтиради.

Умуман олганда, валюта курси каналининг ўрта муддатли даврдаги шаклланиши кўпроқ **капитал назорати** (“capital control”) бўйича амалга ошириладиган чоралар ва **валюта оқимининг ҳолатига** боғлиқ бўлади.

Кредит канали. Кредит канали фоиз канали билан кучли боғлиқликда бўлиб, фоиз ставкалари ўзгариши кредитлар ҳажмига ва у орқали иқтисодий ўсишга сезиларли таъсир кўрсатади.

Бироқ, юқорида келтириб ўтганимиздек, фоиз ставкалари ўзгаришининг кредитлар ўсиш суръатига таъсири, бизнинг иқтисодиётимизда нисбатан паст

бўлиб, бу сўнги йилларда юзага чиққан **“инвестицион чанқоқлик”**, **имтиёзли кредитлаш амалиёти** ва **кредитлар долларлашув даражаси** билан боғлиқ.

Тадбиркорлик субъектларида мазкур боғлиқлик нисбатан кучлироқ сезилиб, фоиз ставкалари ортиши билан бизнес лойиҳалар рентабеллигининг пасайиши кредитларга бўлган талабни қисқартиради.

Натижада иқтисодиётда ялпи талаб билан биргаликда ялпи таклифда ҳам қисқариш кузатилади. Уй хўжаликларида эса, аксинча, кредитларга бўлган талабнинг ва инфляцион кутилмаларнинг юқорилиги сабабли фоиз ставкалари ошишининг аҳолига бериладиган кредитлар ҳажмига таъсири пастроқ ҳисобланади.

Шу сабабли ҳам ушбу ўринда **пруденциал норматив чораларини** қўллаш, хусусан, кредитларнинг даромадларга нисбати (“Loan-to-Income” ratio) бўйича талабларни кучайтириш зарурияти юзага келади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 18 ноябрдаги “Инфляцион таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит

сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида”ги Фармонида барча имтиёзли кредитлар **2020 йил 1 январдан** бошлаб Марказий банк асосий ставкасидан кам бўлмаган фоиз ставкаларида ва **2021 йил 1 январдан** бошлаб бозор ставкаларида ажратилиши белгиланган.

Бироқ, коронавирус пандемияси ва унинг оқибатида юзага келган иқтисодий инқироз шароитида аҳолининг тадбиркорлик фаолиятини қўллаб-қувватлаш мақсадида **2021 йилда ҳам** оилавий тадбиркорлик давлат дастурлари бўйича кредитларни **Марказий банк асосий ставкасида бериш амалиёти давом эттирилди.**

Бунда **компенсация механизми** орқали зарур ҳолларда тадбиркорлик фаолиятини бошлаётган қарз олувчиларга, айрим соҳа ва йўналишларнинг ривожланишига кўмаклашиш мақсадида улар олган кредитлар бўйича фоиз тўловларининг бир қисми Тадбиркорликни қўллаб-қувватлаш жамғармаси томонидан тўлаб берилмоқда.

Кредитлар долларлашув даражасини қисқартириш нисбатан узоқ муддатли жараён ҳисобланиб, миллий валютадаги кредитлар бўйича фоиз ставка-

ларининг пасайиб бориши ва валюта хатарини хеджирлаш инструментларининг кенг жорий этилиши билан боғлиқ.

Ўз навбатида, кредитлар долларлашувини фақатгина пул-кредит сиёсати инструментлари орқали пасайтириш имконияти мавжуд эмас ва ушбу йўналишда **пул-кредит ва макропруденциал сиёсатларининг ўзаро мувофиқликда қўлланилиши** самарали ҳисобланади.

Кутилмалар канали. Аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг **инфляцион кутилмалари**, молия бозори қатнашчиларининг келгуси **фоиз ставкалари динамикаси бўйича кутилмалари** ва умуман пул-кредит сиёсати бўйича кутилмалар иқтисодиёт субъектларининг қарорлар қабул қилишига таъсир этадиган **асосий омиллардан** ҳисобланади.

Кутилмалар канали фоиз канали билан узвий боғлиқликда бўлиб, фоиз ставкаларининг ўзгариши инфляцион кутилмаларга таъсир ўтказса, ўз навбатида, инфляцион кутилмалар иқтисодиётдаги **депозит ва кредитлар бўйича мувозанатли фоиз ставкаларини** белгилаш учун асос бўлади.

Марказий банк келгуси йилларда ҳам аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион сезилмалари, кутилмалари ва уларни шакллантирувчи омилларни ўрганиш ва таҳлил қилишда давом этади. 2022 йилдан бошлаб сўровлар натижаларини таҳлил этиш ва эълон қилиш методологиясини такомиллаштириш назарда тутилмоқда.

Ўз ўрнида, **банк тизимининг** ҳам инфляцион кутилмаларини ўрганиш муҳим бўлиб, айнан уларнинг кутилмалари кредитлар ва депозитлар бўйича фоиз ставкаларига сезиларли таъсир кўрсатади.

Шу сабабли келгусида айнан банк тизими ходимлари орасида ҳам инфляцион кутилмаларни ўрганиш бўйича сўровлар ўтказиб бориш режалаштирилган.

Коммуникация канали. Пул-кредит сиёсатида қабул қилинаётган қарорларнинг иқтисодийга самарали ўтиши кўп жиҳатдан иқтисодий субъектларининг банк тизимига, Марказий банкка ва миллий валютага бўлган ишончига боғлиқ.

Мазкур ишончни оширишда эса **коммуникация каналининг аҳамияти** юқори ҳисобланади.

Кейинги йилда ҳам **коммуникацион сиёсатни** янада такомил-

лаштиришга алоҳида эътибор қаратилиб, Марказий банк Бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича ҳар бир йиғилиши якунлари бўйича (йилда 8 мартаба) **пресс-релиз эълон қилиш** ва таянч йиғилишлар якунлари бўйича (йилда 4 мартаба) **матбуот анжумани ўтказиш** амалиёти давом эттирилади.

Шунингдек, Халқаро валюта жамғармаси ва бошқа хорижий мутахассислар кўмагида **пул-кредит сиёсати коммуникацияси бўйича стратегия** ишлаб чиқиш режалаштирилган ва ушбу ҳужжат ўрта муддатли истиқболда коммуникация йўналишида амалга оширилиши лозим бўлган чоратадбирларни ўз ичига олади.

Келгуси йилларда коммуникация соҳасида амалга оширилдиган ишлар қаторида аҳоли ва ОАВ вакилларининг молиявий саводхонлигини ошириш бўйича **семинар-тренинглари** ташкил этиш, мулоқот каналлари ва инструментлари қаторини кенгайтириш, эълон қилинаётган шарҳлар ва маълумотларнинг тушунарлилик даражасини ошириш, **мўлжалли коммуникацияни** амалга оширишни йўлга қўйиш каби вазифаларни қайд этиб ўтиш лозим.

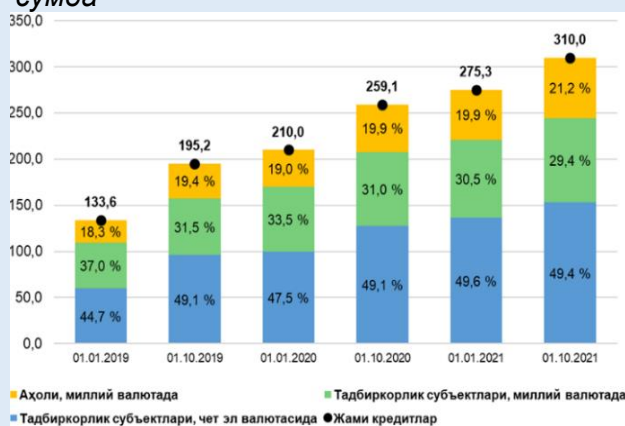
Ўз навбатида, Марказий банк томонидан чораклик эълон қилиб борилаётган “Пул-кредит сиёсати шарҳи”, “Банк тизими ликвидлиги шарҳи”, “Аҳоли истеъмол кайфия-

ти шарҳи” каби ахборот-таҳлилий маълумотларни янада такомиллаштириш бўйича ишлар давом эттирилади.

Тижорат банклари кредит портфели таркибидаги ўзгаришлар ва фоиз ставкалари динамикаси

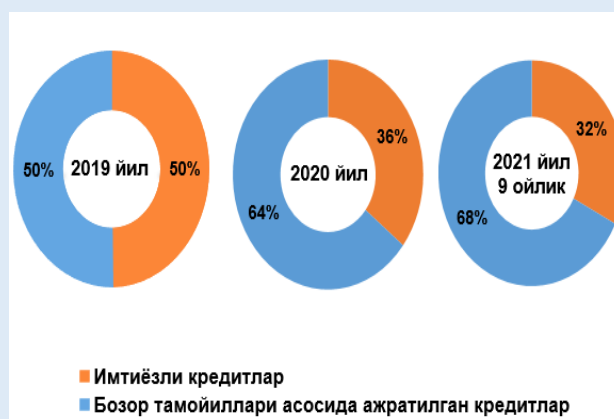
2021 йил 1 октябрь ҳолатига тижорат банклари умумий кредит портфели **310 трлн. сўмни** ташкил этиб, унда миллий ва чет эл валютасидаги кредитлар улуши деярли тенг бўлди. Бунда умумий кредит портфелининг қарийб **79 фоизи** тадбиркорлик субъектларига ажратилган кредитлар бўлиб, миллий ва чет эл валютасидаги кредитлар қолдиғи мос равишда **91,0 трлн. сўмни** ҳамда **153,2 трлн. сўм** эквивалентини ташкил этди (1-расм).

1-расм. Тижорат банклари кредит портфели, улуши фоизда, ҳажми млрд. сўмда



Манба: Марказий банк

2-расм. Миллий валютадаги кредитлар таркиби, фоизда



Аҳолига ажратилган кредитлар қолдиғи 2021 йилнинг 9 оyi яқунлари бўйича **65,8 трлн. сўмга** етиб, тижорат банкларининг умумий кредит портфелидаги улуши 2019 йил бошидан **3 фоиз бандга** ошди.

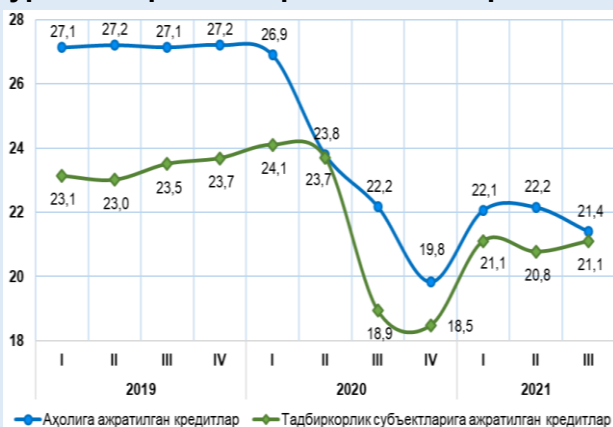
Иқтисодиётда бозор механизмларини жорий этиш ва хусусий сектор родини ошириш бўйича амалга оширилаётган ишлар, ўз навбатида, банк маҳсулотларининг аҳоли ўртасида кенг оммалашишига олиб келмоқда. Хусусан, аҳолига ажратилган кредитлар таркибида энг катта улушга эга бўлган **ипотека** ва **автокредитлар** салмоғи 2019 йил бошидаги **23,2 фоиздан** 2021 йил сентябрь ойида **27,2 фоизгача** кўтарилди.

Шунингдек, иқтисодиётни кредитлаш жараёнларига бозор тамойилларини жорий этиш бўйича кўриляётган чоралар натижасида ажратилаётган кредитлар таркибида имтиёзли кредитлар улушининг 2019 йилдаги **50 фоиздан** 2020 йилда **36 фоизгача**, 2021 йилнинг 9 ойида эса **32 фоизгача** камайиши кузатилди. Бу, ўз навбатида, тижорат банклари томонидан янгидан тақдим этиляётган кредитлар бўйича **фоиз ставкаларининг пасайишига** хизмат қилмоқда (2-расм).

Имтиёзли кредитлар улуши ва улар бўйича ўтказма фоиз юкининг қисқариб бориши тижорат банклари учун бозор тамойиллари асосида ажратиладиган кредитлар фоиз ставкаларини янада пасайтирган ҳолда, уларнинг кўламини ошириш орқали операцион харажатларини қоплаш ҳамда фоизли даромадларини ошириш имкониятини беради.

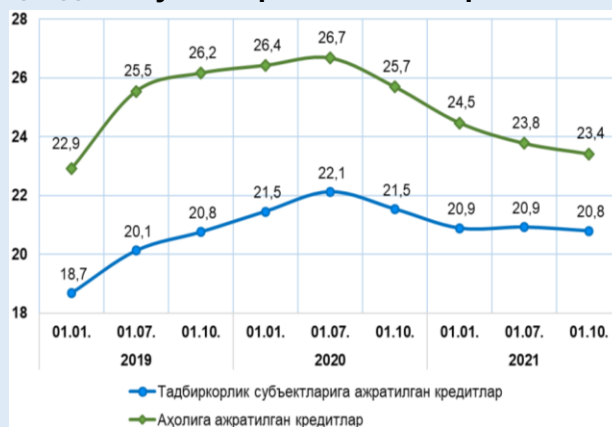
Жумладан, 2019 йилда аҳоли ва тадбиркорлик субъектларига миллий валютада ажратилган жами кредитлар бўйича ўртача фоизлар юқори даражада шаклланган бўлса, 2020 йилнинг II ярмидан ушбу кредитлар фоиз ставкалари пасайиш динамикасига ўтди. 2021 йилнинг дастлабки тўққиз ойида эса фоиз ставкалари катта тебранишларсиз нисбатан барқарорлашди (3-расм).

3-расм. 2019-2021 йилларда ажратилган миллий валютадаги кредитлар бўйича ўртача тортилган фоиз ставкалари



Манба: Марказий банк

4-расм. Бозор тамойиллари асосида берилган миллий валютадаги кредитлар қолдиғи бўйича фоиз ставкалари



2021 йилнинг 9 ойида тижорат банкларининг фоизли даромадлари ҳажми ўтган йилнинг мос даврига нисбатан **28,4 фоизга** кўпайди.

Шу билан бирга, бозор тамойиллари асосида ажратилган миллий валютадаги кредитлар қолдиғи бўйича ўртача тортилган фоиз ставкалари 2020 йил бошига нисбатан аҳоли кредитлари бўйича **3,0 фоиз бандга**, тадбиркорлик субъектлари кредитлари бўйича эса **0,7 фоиз бандга** пасайди (4-расм).

Иловалар

1-илова

2022 йилда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича йиғилишлар графиги

2022 йилда Марказий банк Бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш юзасидан йиғилишлари қуйидаги график асосида ўтказилади:

20 январь;

10 март;

21 апрель;

9 июнь;

21 июль;

8 сентябрь;

20 октябрь;

15 декабрь.

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

Шунингдек, 20 январь, 21 апрель, 21 июль ва 20 октябрдаги таянч Бошқарув йиғилиши натижалари бўйича Марказий банк раҳбарияти иштирокида матбуот анжумани ўтказилади ва “Пул-кредит сиёсати шарҳи” эълон қилинади.

Инфляцион таргетлашнинг барқарор иқтисодий ўсишни таъминлаш ва инфляция даражасини пасайтиришдаги роли

Юқори ва инклюзив иқтисодий ўсишга эришиш ҳамда макроиқтисодий барқарорликни таъминлаш вазифалари мамлакатларда юритилаётган иқтисодий сиёсатнинг асосий мақсади ҳисобланади. Лекин, шу билан бирга, иқтисодий ўсиш ва инфляция даражаси ўртасида боғлиқлик бўйича муҳокамалар давом этмоқда.

Кўплаб иқтисодчилар томонидан инфляцион таргетлашга ўтилиши, паст ва барқарор инфляциянинг ўрта ва узоқ муддатли иқтисодий ўсишни таъминлашдаги **ижобий таъсири** бўйича ягона тўхтамга келиниб, эмпирик таҳлиллар асосида хулосалар шакллланган бўлса-да⁴, айрим иқтисодчилар томонидан инфляцион таргетлаш режимининг иқтисодий ўсишни таъминлашдаги ўрни нисбатан паст деб қаралади.

Юқори инфляция суръатлари иқтисодий ўсишга реал даромадларнинг камайиши, жамғаришга мойилликнинг пасайиши, фоиз ставкаларининг юқори бўлиши, маҳаллий ишлаб чиқарувчилар рақобатбардошлигининг ёмонлашиши, бизнес учун ноаниқликликлар даражасининг ошиши ва натижада, инвестицион сарфларнинг қисқариши каби каналлар орқали салбий таъсир қилади. Шунингдек, **инфляцион кутилмаларнинг** юқорилиги ишлаб чиқариш харажатлари ва валюта курсига нисбатан босимларни юзага келтиради.

Инфляция юқори бўлган шароитда ишлаб чиқарувчилар, истеъмолчилар ва иқтисодий қарорлар қабул қилувчилар учун **нархларнинг нисбий ўзгаришлари** бўйича нотўғри сигналларнинг шаклланиши, иқтисодиётда ресурсларни тақсимлаш жараёнларининг самарадорлигини пасайтиради.

Айнан ушбу омиллар инфляциянинг паст ва барқарор даражасини иқтисодий ўсишни таъминлашдаги ролини тушунтириб беради.

Ўз навбатида, инфляциянинг қандай даражаси иқтисодий ўсиш учун **нейтрал ва ижобий аҳамият** касб этади, деган табиий савол туғилади.

Инфляциянинг иқтисодий ўсиш учун нейтрал ва ижобий даражаси мамлакат иқтисодиётининг таркибий жиҳатлари, ўзига хос хусусиятлари, давлатнинг иқтисодиётдаги улуши, молия бозорларининг ривожланганлик

⁴ Barro (1991), Fisher (1983, 1993), Bruno, Easterly (1998), Sbordone, Kuttner (1994), Fisher, Sahay, Vegh (1996) турли давлатлар кесимидаги изланишларида паст ва барқарор инфляция даражасининг иқтисодий ўсишга ижобий таъсир кўрсатиши бўйича натижалар олинган.

даражаси, ташқи бозорлар билан интеграцияси ва бошқа кўплаб омиллар билан боғлиқ.

Айнан мана шу жиҳатларни инобатга олиб эмпирик тадқиқотларда турли давлатлар гуруҳи бўйича инфляция даражасининг иқтисодий ўсишга салбий таъсир кўрсатувчи **миқдорий даражаси** (синиш нуқтаси) ҳисоблаб чиқилган.

Хусусан, **24 та инфляцион таргетлашга ўтган давлатлар** маълумотлари асосида ўтказилган эконометрик таҳлилларга кўра⁵ инфляция даражасининг **4,182 фоиздан** юқори бўлиши иқтисодий ўсишга салбий таъсир кўрсатиши мумкинлиги аниқланган. Инфляциянинг 4,182 фоиздан **1 фоиз бандга** юқори бўлган ҳолда ўрта муддатли истиқболда иқтисодий ўсишни **1,478 фоиз бандга** секинлаштириши мумкинлиги қайд этилган.

Яна бир гуруҳ тадқиқотчилар томонидан **94 та ривожланаётган** давлатларда инфляция, инфляцион ноаниқликлар ва иқтисодий ўсиш ўртасидаги боғлиқлик таҳлил қилинганда⁶, инфляциянинг **5,55 фоиздан** юқори бўлиши ўрганилган ривожланаётган давлатларнинг иқтисодий ўсиш суръатларига салбий таъсир этиши аниқланган.

Инфляцион таргетлашнинг инфляцияни пасайтиришдаги аҳамиятини миқдорий баҳолаш

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки томонидан 2017 йилдан бери инфляцион таргетлаш режимини жорий қилиш бўйича бошланган тайёргарлик ишлари ва 2020 йилдан инфляцион таргетлашнинг фаол фазасига ўтилганлигининг мамлакатимизда инфляцион жараёнларга таъсири **миқдорий баҳоланди**.

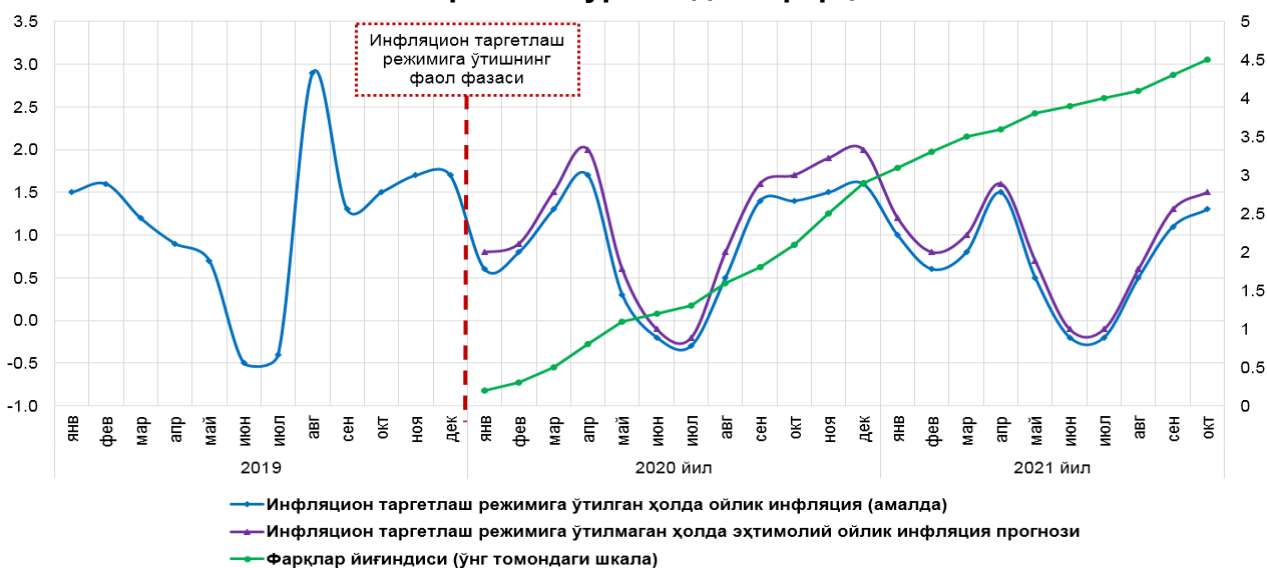
Тадқиқотни амалга оширишда **сабабли таъсир таҳлили методидан** фойдаланилди. Сабабли таъсир таҳлили орқали мамлакатда кузатилган иқтисодий ўзгариш ва ислохотларнинг маълум бир иқтисодий кўрсаткичларга таъсири баҳолаб борилади.

Бунда, пул-кредит соҳасида амалга оширилган ўзгаришларни инобатга олмасдан (инфляцион таргетлашга ўтилмаган шароитда) инфляция даражаси **Байес таркибий вақт қаторлари** (BSTS - Bayesian Structural Time Series) модели асосида прогноз қилинди ва натижалар амалдаги инфляция кўрсаткичлари билан таққосланди. Кўрсаткичлар ўртасидаги фарқ **сабабли таъсир** сифатида қаралди.

⁵ Ekinci, Ramazan; Tüzün, Osman; Ceylan, Fatih “Инфляция ва иқтисодий ўсиш ўртасидаги боғлиқлик: инфляцион таргетлаш режими давлатлари тажрибаси”, 2020.

⁶ A.Z. Baharumshah, Ly Slesman, Mark E. Wohar “Ривожланаётган давлатларда инфляция, инфляцион ноаниқликлар ва иқтисодий ўсиш”, 2016

Амалдаги инфляция ва инфляцион таргетлашга ўтилмаганда инфляция прогнози ўртасидаги фарқ



Манба: Марказий банк

Графикдаги яшил чизиқ инфляциянинг амалдаги ва прогноз кўрсаткичлар **ойлик фарқларининг йиғиндисини** ифода этади. Айнан шу фарқлар йиғиндисини инфляцион таргетлашга ўтилишининг иқтисодийдаги нархлар динамикасига таъсирини белгилаб берувчи миқдорий кўрсаткич сифатида қаралиши мумкин.

Инфляцион таргетга ўтишнинг фаол фазаси бошлангандан кейинги даврда амалдаги ўртача ойлик инфляция **0,8 фоизни** ташкил этган, сабабли таъсир прогнозига кўра, ўртача ойлик инфляция интервенцияни ҳисобга олмаганда **1,0 фоиз** даражасида шаклланди.

Бунда, интервенциянинг (инфляцион таргетлаш режимига ўтиш бўйича кўрилган чораларнинг) инфляцияга ўртача ойлик пасайтирувчи таъсири **-0,21 фоизни** ташкил қилди.

2020 йил январь ойдан 2021 йил октябрь ойигача амалдаги инфляциянинг йиғма даражаси **17,5 фоизни**, интервенция инobatга олинмагандаги ойлик инфляция прогнозининг ушбу давр учун жамланмаси эса **22 фоизни** ташкил этди. Натижада, мазкур таргетлашга ўтиш инфляциянинг **-4,5 фоизга** пасайишига олиб келганлиги кўрсатмоқда.

Инфляцион таргетлашга ўтилишининг умумий инфляцияга сабабли таъсири эҳтимоллиги **83 фоизни** ташкил этмоқда.

Ушбу кўрсаткич юқори бўлишига қарамасдан, интервенциясиз яъни нормал ҳолатда инфляциянинг **4,6 фоизга** пасайиш эҳтимоллиги **17 фоизни** ташкил этмоқда.

Умуман олганда, инфляцион таргетлашнинг мамлакатимизда иқтисодий ўсиш ва инфляцион жараёнларга таъсирларини баҳолашда **узоқ муддатли вақт қаторлари** талаб этилади. Келгуси ушбу таҳлилларни янада такомиллаштириш бўйича чоралар кўриб борилади.

Инфляцияни прогноз қилишда BVAR моделидан фойдаланиш имкониятлари

Инфляцион таргетлаш режимини самарали амалга ошириш учун пул-кредит сиёсати бўйича қарорлар келгуси 2-3 чорак учун қисқа муддатли прогнозлардан келиб чиқадиган ўрта муддатли инфляция прогнози асосида қабул қилинади.

Бугунги кунда Ўзбекистон Республикаси Марказий банкида қуйидаги прогноз моделларидан олинган қисқа муддатли инфляция прогнозлари қўлланилади:

ARIMA (*ингл.* autoregressive integrated moving average) – яхлит сузувчи ўртача авторегрессион модели;

DFM (*ингл.* dynamic factor model) – динамик омиллар модели;

FAVAR (*ингл.* factor augmented vector autoregressive) – кенгайтирилган омиллар векторли авторегрессив модели.

Ушбу моделлар қаторига ҳозирда такомиллаштирилаётган ва ишлаб чиқиш босқичида бўлган **BVAR** ва **SVAR** қисқа муддатли прогноз моделларини қўшиш кўзда тутилган.

Юқоридаги ёндашувларнинг ҳар бири ўз афзалликлари ва камчиликларига эга бўлиб, улар бир-бирини тўлдиради.

Амалда иқтисодиётда ҳақиқий ва келажакдаги тенденцияларни тўлиқ ва аниқ тасвирлайдиган мукамал моделни топиш қийин, шунинг учун прогнозларнинг максимал аниқлигини таъминлаш учун кўпчилик марказий банклар бир вақтнинг ўзида бир нечта моделлардан фойдаланади.

Шу билан бирга, инфляцияни қисқа муддатли прогноз қилиш учун моделларни танлашнинг асосий мезони уларнинг реал маълумотларга мос келиш даражаси ҳамда намунадан ташқари прогнозларнинг аниқлиги ҳисобланади.

Россия банки қисқа муддатли инфляцияни прогноз қилишнинг комбинацияланган усулини қўллайди⁷. Бу эса кўпроқ маълумотлардан фойдаланиш имконини беради. ИНИ (истеъмол нархлари индекси)нинг ҳар бир субиндекси учун прогнозлар турли моделлар (VAR, BVAR⁸, RW, LSTAR, UC) ёрдамида амалга оширилади ва моделларнинг ҳар бири

⁷ Прогнозирование инфляции методом комбинирования прогнозов в Банке России. Серия докладов об экономических исследованиях. Август 2016. Андрей Андреев.

⁸ Моделирование Российской экономики с помощью BVAR. Гайдаровский форум. 2018. Ломиворотов Родион.

инфляциянинг ўзига хос умумлашган прогнозини беради. Сўнгра якуний инфляция прогнозини олиш учун турли моделлардан олинган прогнозлар уларнинг аниқлигига мутаносиб вазн билан жамланади.

Қисқа муддатли прогнозлаш моделлари орасида Вектор авторегрессив моделини Байес усулида баҳолаш (BVAR) инфляцияни прогноз қилишда кенг қўлланиладиган воситадир.

Мисол учун, **Туркия Марказий банки** томонидан ўтказилган тадқиқотда BVAR ёрдамида инфляцияни прогнозлаш самарадорлиги муқобил таснифларга кўра баҳоланди. Натижаларга кўра, ўзгарувчилардан логарифмик айирма кўринишида фойдаланилганда BVAR аниқроқ прогнозларни беради⁹. Бунда ўзгарувчилар сифатида нефть нархи, импорт товарлари нархи, валюта курси, ишлаб чиқариш тафовути, ишчи кучига қилинган реал харажатлар, инфляцион кутилмалар ва ИНИ танлаб олинган.

Шу билан бирга, **Албания Марказий банки** тадқиқот бўлими BVAR ва VAR моделларининг қиёсий таҳлили келтирилган тадқиқотни чоп этди. Таҳлил натижаларига кўра, BVAR кўпроқ эндоген (эрксиз) ўзгарувчиларни қамраб олиш имконини беради ва стандарт VAR моделига хос бўлган “ортиқча параметрлаш” (“overfitting”) муаммоларини ҳал қилади.

Шундай қилиб, қисқа муддатли прогнозлаш инструментлари қатори BVAR модели билан кенгайтирилиши **инфляцияни ҳар томонлама таҳлил қилиш** ҳамда **Марказий банк прогноз салоҳиятини мустақамлаш** имконини беради.

BVAR (Байес вектор авторегрессияси) вектор авторегрессиясини (VAR) баҳолаш учун **Байес усулидан** фойдаланади. Векторли авторегрессия (VAR) бир қанча ўзгарувчи миқдорлар ўртасидаги боғлиқликни уларнинг вақт давомида ўзгариши орқали аниқлаш учун фойдаланиладиган статистик моделдир.

VAR кўп ўзгарувчили вақт қаторларини қамраб олгани учун битта эрксиз ўзгарувчили авторегрессия (AR) моделининг умумлашмаси ҳисобланади. Авторегрессия моделида бўлгани каби, ҳар бир ўзгарувчи учун унинг вақт давомида шаклланишини моделлаштирувчи тенглама мавжуд бўлади. Бу тенглама мазкур ўзгарувчининг олдинги қийматлари (лаглари), моделдаги бошқа ўзгарувчиларнинг лаглари ва хатоликлардан ташкил топади.

⁹ A Bayesian VAR Approach to Short-Term Inflation Forecasting. Central Bank of the Republic of Turkey, 2019.

Мисол учун, n та эрксиз (эндоген), d та эркли (экзоген) ўзгарувчилардан иборат бўлган ва лаглар сони p га тенг бўлган VAR модели қуйидаги **умумий шаклда** ифодаланади:

$$Y_t = c + A_1 Y_{t-1} + \dots + A_p Y_{t-p} + D z_t + \varepsilon_t, \quad t = p + 1, \dots, S. \quad (1)$$

Бунда:

Y_t – ўлчами $n \times 1$ бўлган эрксиз ўзгарувчиларнинг t -даврдаги қийматлари вектори,

Y_{t-i} шаклидаги ўзгарувчилар Y_t нинг i давр олдинги қийматлари ва “ i -лаг” деб аталади ($i = 1, \dots, p$),

z_t – ўлчами $d \times 1$ бўлган эркли ўзгарувчиларнинг t -даврдаги қийматлари вектори,

A_i ва D матрицалар ўлчамлари мос равишда $n \times n$ ва $n \times d$ бўлган параметрлар матрицаси,

S – маълумот бўйича кузатувлар сони.

Қулайлик учун $T = S - p$ каби белгилаш киритамиз.

(1) тенглама янада ихчам кўринишда ёзилса:

$$Y_t = X_t \beta + \varepsilon_t \quad (2)$$

бу ерда:

$X_t = W_{t-1} \otimes I_n$ ва унинг ўлчами $n \times [n(np + d + 1)]$,

$W_{t-1} = (1 \quad Y'_{t-1} \quad Y'_{t-2} \quad \dots \quad Y'_{t-p} \quad z'_t)$ ва унинг ўлчами $1 \times [np + d + 1]$,

$\beta = \text{vec}(c, A_1, A_2, \dots, A_p, D)$ ва унинг ўлчами $[n(np + d + 1)] \times 1$.

Моделнинг номаълум параметрлари β — коэффициентлар вектори ва Σ — Y_t нинг ковариация матрицаси.

Ушбу модель Кристофер Симс томонидан тенгламалар системаларига муқобил равишда таклиф қилинган.

Доимий эркли ўзгарувчиси мавжуд бўлган стандарт регрессия моделидан фарқли ўлароқ VAR моделида барча ўзгарувчилар бир-бирига боғлиқ ҳисобланади. VARнинг устунлик жиҳати унинг оддийлиги ва маълумотларни бошқаришдаги мослашувчанлигидадир.

VAR модели параметрларини классик усулларда баҳолаш модель кўп сонли ўзгарувчилардан ташкил топганлиги учунгина маълумотга жуда яхши мос келадиган, аммо “оверфиттинг” (ортиқча параметрлаштириш) муаммоси сабабли аниқлиги паст бўлган параметр баҳоларини келтириб чиқариши мумкин.

Бунинг сабаби шундаки, ўзгарувчилар сони нисбатан кўп, моделни баҳолаш учун қаралаётган маълумотлар эса нисбатан кам бўлганда, айниқса, баҳолаш усули (энг кичик квадратлар усули каби) маълумотга максимум даражада яқинлашадиган қилиб тузилган бўлса, параметр баҳолари шаклланишида “сигнал”дан кўра кўпроқ “шовқин”нинг таъсири бўлиши эҳтимоли катта. Шу орқали модель маълумотга деярли тўлиқ мос келса ҳам, унинг прогноз қилиш аниқлиги кескин пасаяди.

Бундай ҳолатда параметрлар тўплами ўлчамини қисқартирадиган баъзи чекловлар қўйиш орқали бу каби моделларни баҳолаш тавсия этилади. Шундай экан, асосий масала **иложи борича ишончли чеклов мезонларини топиш** ҳисобланади.

VAR моделини Байес усулида баҳолаш дастлаб Литтермэн (1980) томонидан “оверфиттинг” муаммосига ечим сифатида ишлаб чиқилган. У таклиф қилган ечим баъзи коэффицентлар нолга тенг бўлиши каби аниқ чекловларни қўймасдан “оверфиттинг” муаммосини ҳал қилишга қаратилган. Параметрларга чеклов қўяётганда, баъзи коэффицентлар ноллигига тўлиқ ишонч ҳосил қилиб бўлмайди ва уларнинг эҳтимолий ўзгариш диапазонини эътибордан четга суриш мақсадга мувофиқ эмас. Байес нуқтаи назари мазкур ёндашувга айнан мос келади.

Юқоридаги масалани ечиш учун **Байес формуласидан** фойдаланишимиз мумкин:

$$P(\theta|Y) = \frac{P(\theta)P(Y|\theta)}{P(Y)}$$

бу ерда:

$P(\theta)$ – априор (синовдан олдинги) эҳтимоллик,

$P(\theta|Y)$ – апостериор (синовдан кейинги) эҳтимоллик ва

$P(Y|\theta)$ эса маълумот эҳтимоллиги (likelihood) дейилади.

Эътибор беринг, формула махражи, яъни $P(Y)$ шунчаки маълумотга боғлиқ функция. $P(\theta|Y)$ ва $P(Y|\theta)$ бир хил маълумот учун ҳисобланаётганлигини инобатга олсак, формула махражини ташлаб ёзишимиз мумкин (\propto – пропорционаллик белгиси):

$$P(\theta|Y) \propto P(\theta)P(Y|\theta)$$

бунда $\frac{1}{P(Y)}$ пропорционаллик коэффиценти деб аталади.

(2) кўринишида берилган VAR модели параметрларини Байес усулида баҳолаш, умуман олганда, қуйидаги 4 та қадамдан иборат:

1. Баҳоланиши зарур бўлган параметрлар бўйича **дастлабки қараш шакллантирилади**. Мазкур дастлабки қараш одатда берилган маълумотлар — Y_t ва X_t дан келиб чиқмаган β ва Σ тўғрисидаги ахборотни ўзида акс эттиради. Бундай дастлабки қарашлар тадқиқотчининг ўтмишдаги тажрибаси ёки бошқа маълумотлар асосида ўтказилган изланишлар (шунга ўхшаш моделларни баҳолаш) асосида шакллантирилиши мумкин. Асосийси, ушбу дастлабки қарашлар **эҳтимоллик тақсимоти кўринишида** ифодаланади. Масалан, β коэффициентлар матрицаси бўйича дастлабки қарашларни $p(\beta) \sim N(\beta_0, \Omega)$ кўринишидаги тақсимот сифатида шакллантирилиб, бунда β элементлари тўғрисидаги жорий қарашларни β_0 ўзида жамлайди.

2. Y_t ва X_t бўйича статистик маълумотлар тўпланади ва **маълумот эҳтимоллиги функцияси** (likelihood function) ёзилади.

3. Биринчи қадамда шакллантирилган модель параметрлари тўғрисидаги **дастлабки қарашлар** иккинчи қадамдаги маълумот эҳтимоллиги функцияси ёрдамида **статистик ахборот билан янгиланади**. Бошқача айтганда, параметрларнинг априор тақсимоти $p(\beta, \Sigma)$ ва маълумот эҳтимоллиги функцияси $L(Y | \beta, \Sigma)$ Байес формуласи ёрдамида бирлаштирилиб, параметрларнинг **апостериор тақсимоти** — $p(\beta, \Sigma | Y)$ га эга бўламиз:

$$p(\beta, \Sigma | Y) \propto p(\beta, \Sigma) L(Y | \beta, \Sigma)$$

4. Апостериор тақсимот $p(\beta, \Sigma | Y)$ топилгандан сўнг ундан β ва Σ ларни ҳисоблаб чиқариш орқали мос равишда $p(\beta | Y)$ ва $p(\Sigma | Y)$ топилиши мумкин (бунда $p(\beta | Y)$ ва $p(\Sigma | Y)$ тақсимотлар маълумотга асосланган **маржинал тақсимотлар** дейилади). Ва ниҳоят, қидирилаётган параметрларнинг нуқтавий баҳосини (point estimate) ва аниқлик ўлчовларини ҳосил қилиш учун $p(\beta | Y)$ ва $p(\Sigma | Y)$ ларнинг мос математик кутилмаси ва дисперцияси осонликча таҳлил қилиниши мумкин.

Лекин амалиётда кўпинча $p(\beta, \Sigma | Y)$ дан маргинал тақсимотларни аналитик жиҳатдан келтириб чиқарилиши жуда қийин ёки ҳатто имконсиз бўлиши мумкин.

Бу муаммо эса Монте Карло симуляция усулларига таянган сон орқали чиқариш йўли билан ҳал қилиниши мумкин¹⁰.

¹⁰ *Батафсил маълумот учун қаранг:* “Қисқа муддатли инфляция прогнозлари: вектор авторегрессив моделини Байес усулида баҳолашнинг батафсил баёни (BVAR)”, Ўзбекистон Республикаси Марказий банки, 2021 йил, июль.

Ўзбекистон учун модель татбиқи ва прогнозлар

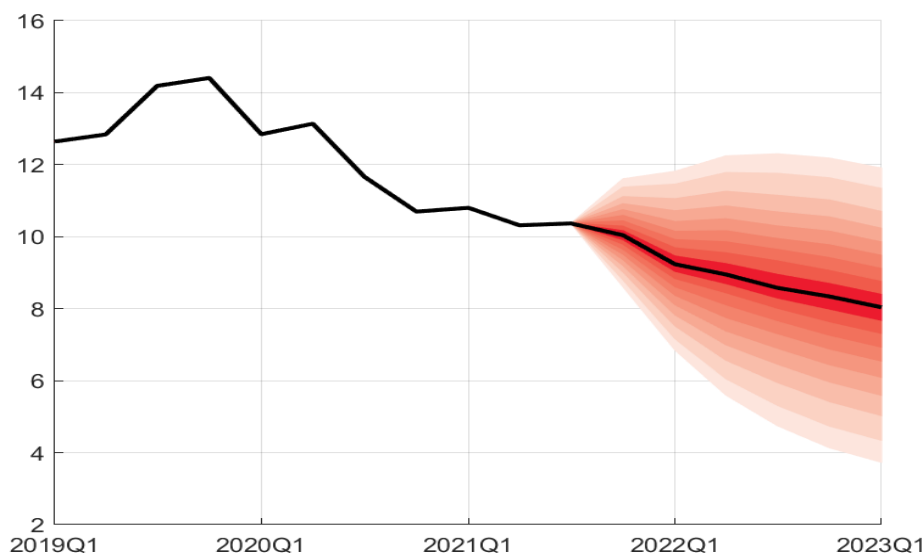
Вектор авторегрессив моделини чораклик асосда қуриш учун 4 та макроиқтисодий кўрсаткичлардан эндоген ўзгарувчи сифатида фойдаланилди. Улар инфляция, ЯИМнинг реал ўсиши, банклараро ўртача тортилган депозит фоиз ставкаси ва сўмнинг АҚШ долларига нисбатан курсининг ўзгариши.

Барча маълумотлар йиллик фоиз кўринишида. Маълумотлар 2010 йилнинг I чорагидан 2021 йилнинг III чорагига қадар бўлган даврни қамрайди. Маълумот манбалари Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси ва Ўзбекистон Республикаси Марказий банки ҳисобланади.

VAR модели параметрларини баҳолаш

Мазкур ишда барча ҳисоб-китоблар MATLAB® дастури ёрдамида амалга оширилди. Моделни тузишда VAR тартиби сифатида 4 та лаг олинди. Модель баҳоланишидан олдин инфляция бўйича маълумотлар стандарт X13-ARIMA-SEATS усули ёрдамида мавсумийликдан тозаланди.

VAR моделини Байес усулида баҳолаш орқали инфляция прогнози траекторияси



Манба: Марказий банк

Модель параметрлари Гиббс танланма ҳосил қилувчиси ёрдамида баҳоланиб, бунда модель коэффициентлари априор тақсимооти сифатида Миннесота априоридан фойдаланилди. Гиббс танланма ҳосил қилувчиси такрорланишлари сони 25 000 тани ташкил этиб, бунда охириги

2 500 такрорланиш натижаларидан модель параметрлари тақсимотини шакллантириш ва прогнозларни ҳосил қилиш учун фойдаланилди.

Натижалар

VAR моделини Байес усулида баҳолаш орқали инфляция учун қуйидаги **прогноз траекторияси** ҳосил қилинди. Бунда 2022 йил охирига инфляция **8,3-9,2 фоиз** атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда.

Моделни такомиллаштириш истиқболлари

Тадқиқотнинг кейинги босқичларида модель параметрларини баҳолашда Миннесота априори билан бир қаторда ундан мураккаброқ ва мукамалроқ Нормал тескари Уишарт (Normal inverse Wishart Prior) априоридан фойдаланиш кўзда тутилган, чунки у Миннесота априоридаги каби ковариация матрицасини ўзгармас ва диагонал бўлсин, деб фараз қилмасдан коэффицентлар ва ковариация матрицасининг апостериор тақсимотини аналитик йўл билан келтириб чиқариш имконини беради.

Шундан сўнг эса эндоген ўзгарувчилар сонини кўпайтириш, импульс жавоб функциялари ҳосил қилиш ва дисперция декомпозицасини амалга ошириш кўзда тутилган.

Марказий банк рақамли валютаси: хориж тажрибаси таҳлили ва амалиётга жорий этиш имкониятлари

Пул тўртта асосий хусусияти бўйича таснифланади: *эмитенти* (Марказий банк ёки бошқа), *шакли* (электрон ёки жисмоний), *мавжудлиги* (универсал ёки чекланган) ва *узатиш механизми* (марказлашган ёки марказлашмаган).

Юқоридаги хусусиятларга кўра, **Марказий банкларнинг рақамли валюталари** (кейинги ўринларда **МБРВ**) (*CBDC – Central bank digital currency*) операциялар марказлашмаган шаклда, яъни тўловчи ва қабул қилувчи ўртасида молиявий воситачи иштирокисиз тўғридан-тўғри амалга ошириладиган электрон шаклдаги Марказий банк валютаси сифатида таърифланади. Шу хусусияти МБРВни бошқа мавжуд пул шаклларида ажратиб туради.

МБРВнинг яна бир ўзига хос хусусияти унинг оммабоплиги бўлиб, бу ҳозирги вақтда Марказий банк эмиссия қиладиган валюталарнинг фақат битта шакли – нақд пулга хосдир.

Пулнинг электрон шакли нақд ва нақд бўлмаган пулларнинг хусусиятлари ва афзалликларини бирлаштиради. Бироқ **баъзи фарқли жиҳатлари мавжуд:**

- Нақд пулдан фарқли равишда электрон пул юқори даражада бўлиниш ва кўчувчанлик имкониятига, эмиссия қилиш, етказиш ва сақлаш харажатининг жуда кичиклиги, кам эскириш ва юқори хавфсизлик хусусиятларига эга;
- Шахсий маълумотлар мажбурий бўлган нақдсиз пул муомаласидан фарқли равишда электрон пуллар билан ҳисоб-китобларда пул қабул қилувчининг реквизитларини билиш кифоя, бу эса операциялар анонимлигини таъминлайди.

Давлат ва хусусий электрон пулларни фарқлаш лозим. **Давлат электрон пуллари** – давлат тўлов тизимининг ажралмас қисми бўлиб, унинг эмиссияси ва муомаласи миллий қонунчилик асосида амалга оширилади. **Хусусий электрон пуллар** – бу эмиссияси ва муомаласини ўз қоидаларига кўра тартибга солувчи нодавлат тўлов тизимлари валютасидир. Кўпинча улар миллий ёки хорижий валютага ёки олтин нархига боғлиқ, лекин давлатлар хусусий электрон пулларнинг **ишончлилиги ва ликвидлигини кафолатламайдилар.**

Бугунги кунда хусусий электрон пулларнинг **криптовалюталар** деб аталадиган тури, айниқса, оммалашмоқда.

Марказий банклар томонидан рақамли валюталарни чиқариш имкониятларидан бири блокчейн технологиясидан (ёки Distributed Ledger Technology – тарқатилган реестр технологияси) фойдаланишдадир.

Криптовалюталардан фарқли равишда МБРВ марказлашган ҳолда Марказий банклар томонидан эмиссия қилинади ва кафолатланади, бу эса камроқ тебранувчанлик ва юқорироқ хавфсизликни таъминлайди.

МБРВнинг қуйидаги эҳтимолий икки шакли кенг тарқалган:

Чакана шаклдаги рақамли валюта (retail) – жисмоний ва юридик шахслар томонидан кенг қўлланиладиган янги шаклдаги Марказий банк валютаси бўлиб, нақд пулнинг ўрнини босувчи (ёки тўлдирувчи) ва банк депозитларига муқобил вариант сифатида хизмат қилади. Аммо фоиз даромадларини ҳисоблаш кўзда тутилмайди. Марказий банк рақамли валютасининг бу шакли нақд пул каби анонимликни таъминлайди, лекин рақамли кўринишда бўлади.

Рақамли валюталарнинг **улгуржи шакли (wholesale)** – бу Марказий банклар томонидан бошқариладиган тўлов тизими бўлиб, у фақат тор доирадаги фойдаланувчилар (пул маблағларини Марказий банк ҳисобварақларида сақлайдиган молия институтлари ва профессионал бозор иштирокчилари) томонидан фойдаланилади.

Улгуржи рақамли валюталарнинг аналоглари вакиллик ҳисобварақлари ва Марказий банклардаги банк депозитлари ҳисобланади. Ушбу тизим доирасида операциялар бўйича маълумотлар Марказий банкда кўринади ва анонимлик таъминланмайди, лекин бу ҳисоб-китоблар самарадорлигини оширишга ва харажатларни камайтиришга ёрдам беради.

2020 йилда Халқаро ҳисоб-китоблар банки (BIS)¹¹ томонидан дунё аҳолисининг 75 фоиз қисмини ўзида жамлаб, жаҳон иқтисодиётининг 90 фоизини ишлаб чиқарадиган 66 та мамлакатларнинг Марказий банклари иштирокида ўтказилган сўров натижаларига кўра, регуляторларнинг 80 фоиздан кўпи рақамли валюталар устида иш олиб бормоқда, 40 фоизи эса назарий тадқиқотлардан амалий тажрибаларга ўтган. Шу жумладан, 36 та Марказий банклар, хусусан, Россия банки¹² ҳам рақамли валюталар бўйича таҳлилий тадқиқотларини эълон қилди. Уч мамлакат рақамли валютани синовдан ўтказди (Уругвай, Украина, Эквадор), яна олтитаси (Багам ороллари, Камбоджа, Хитой, Шарқий Кариб валюта иттифоқи, Жанубий Корея, Швеция) пилот лойиҳаларни амалга оширмоқда.

¹¹ **BIS Papers** № 107/ «Impending arrival – a sequel to the survey on central bank digital currency». C. Boar, H. Holden, A. Wadsworth. January 2020.

¹² Банк России – «Цифровой рубль». Доклад для общественных консультаций. Октябрь 2020 года.

Рақамли рубль Россия банки томонидан мавжуд пул шаклларига қўшимча равишда рақамли шаклда чиқарилади. Фуқаролар ва корхоналар ўз эҳтиёжларидан келиб чиқиб, ўз пуллари бир шаклдан иккинчисига, яъни рақамли рублдан нақд пулга ёки банк ҳисоб рақамига ва аксинча тартибда эркин ўтказишлари мумкин бўлади.

Рақамли рубль махсус электрон ҳамёнда сақланадиган такрорланмас рақамли код кўринишида бўлади. Рақамли рублни бир фойдаланувчидан бошқасига ўтказиш рақамли кодни битта электрон ҳамёндан бошқасига ўтказиш шаклида амалга оширилади.

Россия банки рақамли валютани чиқаришнинг **4 та моделини** ишлаб чиққан:

А модел – Марказий банк банклараро ҳисоб-китоблар учун электрон ҳамёнлар очади.

Б модел – Марказий банк МБРВ платформасида мижозларнинг ҳамёнини очади ва сақлайди, шунингдек, улар бўйича ҳисоб-китобларни ўзи амалга оширади.

С модел – Марказий банк мижозларнинг ҳамёнини МБРВ платформасида очади ва сақлайди. Бироқ банклар ёки молиявий ташкилотлар воситачи вазифасини бажарадилар, мижозлар электрон ҳамёнларини очадилар ва улар бўйича ҳисоб-китобларни амалга оширадилар.

Д модел – Марказий банк банклар ва молиявий воситачилар учун МБРВда электрон ҳамёнлар очади ва уни юритади. Банклар ва молиявий воситачилар эса мижозлар учун МБРВ платформасида электрон ҳамёнлар очадилар, сақладилар ва улар бўйича ҳисоб-китобларни амалга оширадилар.

Мижозлар томонидан МБРВ платформасида ҳисоб-китоблар амалга оширилганда махфийлик кафолатланади, бу банклар ва молиявий воситачиларга (С ва Д моделларида) мижозларнинг электрон ҳамёнлари бўйича фақат идентификация маълумотларига кириш ҳуқуқининг берилишини назарда тутаяди, аммо тўловларнинг мақсади ва мазмуни ҳақида маълумотларга киришни таъминламайди. Яъни МБРВ инфратузилмаси фойдаланувчилар учун маълумотларнинг махфийлигини кафолатлайди, лекин битимларнинг анонимлигини эмас. МБРВ орқали тўловларни амалга ошириш учун идентификация талаб қилинади ва маълумотлар Марказий банк платформасида қайд этилади.

Хитойда эса МБРВ лойиҳаси бўйича ишлар 2014 йилда бошланган ва 2020 йилда ҳокимият DC/EP (Digital Currency/Electronic Payment – Рақамли валюта/Электрон тўлов) деб номланган валютани оммавий синовдан ўтказишни бошлади.

Хитой 2022 йил Пекинда бўлиб ўтадиган қишки Олимпиада ўйинларида DC/EP дан тўлиқ фойдаланишга ўтишни режалаштирмоқда.

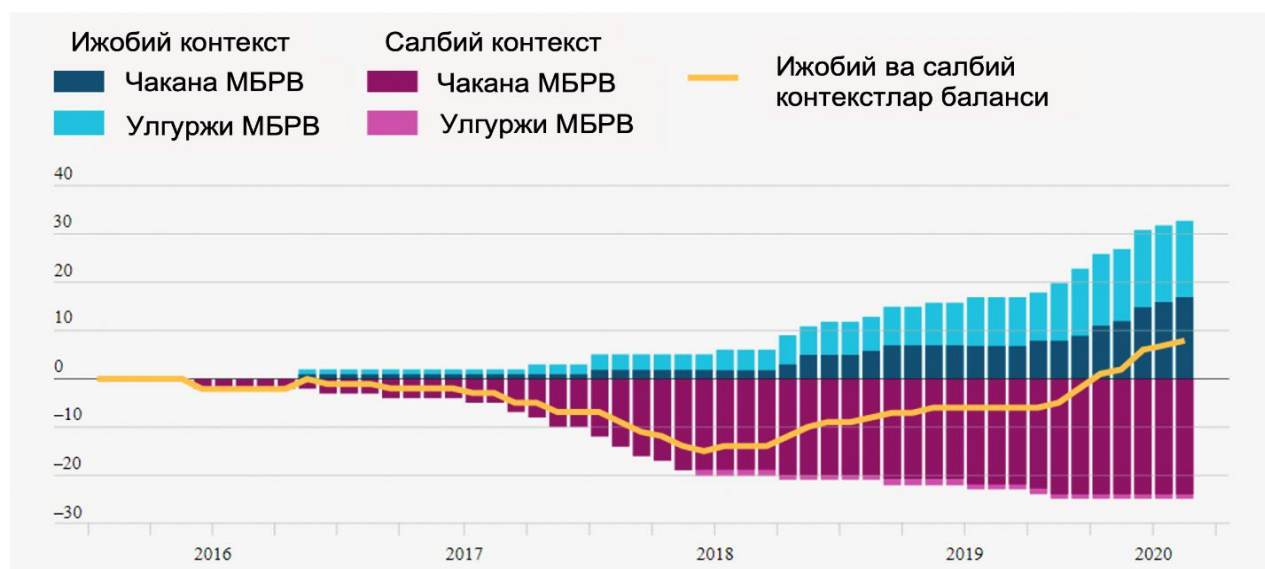
Барча жорий МБРВ лойиҳалари орасида Хитой Халқ банкининг **DC/EP лойиҳаси** ҳозирча энг илғор даражада ривожлантирилган.

DC/EP онлайн транзакциялар учун қулайлик яратиш билан бир қаторда мобиль тўловлар бозорининг **94 фоизини** эгаллаб олган Alipay ва WeChat Pay мобиль тўлов операциялари дуополияси шароитида **рақобат муҳитини** яратади. Ҳозирги синов босқичидан сўнг DC/EP нақд пулга қўшимча тўлов воситаси бўлади, лекин нақд пулни тўлиқ алмаштириш кўзда тутилмаган.

ДС/ЕР – юанда ифодаланган Хитой Халқ банкининг тўғридан-тўғри мажбурияти ҳисобланади, лекин тўлов хизматлари воситачилар (ваколатли операторлар) томонидан реал вақт режимида амалга оширилади. Марказий банк вақти-вақти билан битимларнинг нухаларини воситачилардан олади. Бу ёндашув рискларнинг фақат Марказий банкка концентрациясини ва мавжуд молия институтларининг тўлов операцияларига аралашувини олдини олади.

Воситачи агентликларнинг транзакция маълумотларини аввал ўзида сақлаб, сўнг Марказий банкка доимий равишда тақдим этишлари фойдаланувчиларнинг бир-бирдан аноним бўлишини таъминлайди, шунингдек, Марказий банкка пруденциал тартибга солиш учун ҳамда пул ювиш ва бошқа жиноий ҳуқуқбузарликларнинг олдини олиш учун керакли маълумотларни кузатиш учун имкон беради.

Марказий банк раҳбарларининг МБРВ бўйича нутқлари йиғма сони



Манба: Халқаро ҳисоб-китоблар банки.

Бундан ташқари, қуйидаги графикдан йил сайин тобора кўпроқ Марказий банк раҳбарлари ва бошқарув кенгаши аъзоларининг МБРВлар борасида ижобий фикрлари кўпайиб бормоқда. 2017 ва 2018 йилларда уларнинг кўпчилиги МБРВларига, айниқса, чакана шаклига нисбатан салбий ва шубҳали позицияда эди. 2018 йил охиридан бошлаб чакана ва улгуржи МБРВлар бўйича ижобий қарашлар сони ошди ва 2020 йил ўрталаридан кейин салбий позициядан кўра ижобий ёндашишлар кўпроқ бўлиб келмоқда (1-расм).

Коронавирус пандемияси онлайн ва контакtsiz тўловларнинг аҳамиятини кескин ошириб, истеъмолчиларнинг тез, арзон ва ишончли пул ўтказмаларига бўлган талабини кучайтириб юборди ва тўлов тизимларининг операцион рискларини камайтириш усули сифатида рақамли валюталарнинг ривожланишини янада тезлаштирди.

I. Рақамли валюталарни жорий этиш омиллари

Марказий банклар ўртасида рақамли валюталарнинг фаол муҳокамаси бир қатор омилларга боғлиқ:

1. **Пул-кредит муносабатларини рақамлаштиришга талабнинг ортиши.** Марказий банкларнинг рақамли валюталари хусусий компанияларнинг рақамли пулларида фарқли ўлароқ, регулятор томонидан кафолатланади, бу эса тизимнинг ишончлилиқ даражасини оширади. Хусусий секторга тегишли бошқа рақамли валюталарнинг (масалан, Фейсбук ЛИБРАси) кириб келишига рухсат берилиши, пул муомаласи трансформациясининг тезлашиши ва молиявий хизматлар оммабоплигининг ошиши янги юзага келган молиявий оқимлар устидан марказлашган назоратнинг мавжуд эмаслиги шароитида молиявий барқарорликка потенциал таҳдид солади.

2. **Рақамли валюта** банкларнинг технологик компаниялар билан рақобати шароитида **молиявий майдонда рақобатни кучайтириш учун мўлжалланган.** Чакана рақамли валюталар молиявий инклюзивлиги, яъни оммабоплиги, шаффофлиги ва арзонлиги туфайли тижорат банклари учун асосий рақобатчига айланиши мумкин. Чунки бу усулдаги тўловларда иқтисодий агентларга молиявий операцияларни минимал харажатлар билан эркин (ҳеч қандай воситачисиз) амалга ошириш имконияти берилади.

3. Рақамли валютанинг дастурлаштирилиши ва **шаффофлиги** туфайли тартибга солиш органларига пул-кредит соҳасини назорат қилиш осонроқ бўлади. Тўловлар оқими тўғрисидаги шаффоф маълумотлар макроиқтисодий статистика сифатини яхшилади.

4. Шахсий маълумотларни учинчи шахслардан ҳимоя қилиш нуқтаи назаридан тўловлар **махфийлигининг** ошиши, трансчегаравий ўтказмаларнинг юқори тезлиги, пул ўтказмалари учун тўловларнинг пастлиги ёки тўловларсиз амалга оширилишини таъминлайди.

5. Рақамли валюта тўловларининг шаффофлиги, ва натижада рақамли маблағлардан мақсадли фойдаланишни кузатиш имконияти туфайли коррупцияга қарши курашда ноёб воситага айланиши мумкин.

II. Потенциал эмиссия хатарлари ва муаммолари

Миллий валютани рақамлаштириш бўйича Марказий банклар томонидан тегишли қарорнинг қабул қилиниши улар учун амалга ошириш механизмини ишлаб чиқишдан тортиб, миллий валютанинг тўлиқ рақамли шаклини амалда татбиқ этишгача жуда мураккаб вазифани кўяди. Бундай ҳолда, қуйидаги рисклар пайдо бўлиши мумкин:

1. **Молиявий барқарорлик учун хатарлар.** Марказий банкнинг рақамли валюталарига бўлган талабнинг ошиши регулятор балансининг кенгайишига олиб келади, бу эса Марказий банкдан тижорат банкларига кредитлар, давлат қимматли қоғозлари ёки халқаро захиралар каби қўшимча активларни сақлашни талаб қилиши мумкин. Ўз навбатида, банк тизимидан ликвидликнинг чиқиб кетиши кузатилиши, бу эса тижорат банкларининг молиявий барқарорлигига хатарларни вужудга келтириши мумкин.

2. Банкларнинг таркибий узилиш хавфи ва Марказий банкда кредитларни тақсимлаш жараёнининг **марказлашуви**;

3. Инқирозли ҳолатларда банкларга тизимли ҳужум қилиш хавфи.

4. Жамиятнинг янги пул шаклини қабул қилмаслик хавфи.

5. Ҳозирги вақтда **киберхавфсизлик** Марказий банк тизимлари ва умуман молиявий соҳа учун энг муҳим операцион муаммолардан бирidir. Улар кўплаб киберҳужумлар учун очиқ бўлган МБРВни амалга оширишда алоҳида қийинчилик туғдиради. Шу сабабли киберхатарлардан ҳимояланишнинг ишончли усуллари Марказий банк томонидан тегишли механизмни ишлаб чиқиш учун зарур шарт бўлади.

Умуман олганда, мамлакатимизда **МБРВни яратиш бўйича изланиш ишларини бошлаш**, ХВЖ ва бошқа халқаро молиявий ташкилотлар мутахассисларини ва техник кўмак дастурларини жалб этиш, хорижий давлатлар амалиётини ўрганиш вазифалари ўрта муддатли истиқболда амалга оширилиши лозим бўлган асосий вазифалардан ҳисобланади.

Марказий банк рақамли валютасининг нақд пулсиз ҳисоб-китоблар соҳасини ривожлантириш, пул-кредит сиёсатини амалга ошириш, валюта сиёсати, иқтисодиётда нархлар даражасининг шаклланиши ва умумий макроиқтисодий барқарорликка таъсири атрофлича баҳоланиши, **мавжуд хатарлар ва ноаниқликлар** етарлича таҳлил қилиниши зарур.

Банк тизими умумий ликвидлиги прогнози ва унда эконометрик моделлардан фойдаланиш имконияти

2019 йилдан бошлаб банк тизими ликвидлигини омиллар кесимида **таҳлил ва прогноз қилиш амалиёти** йўлга қўйилди ва халқаро молиявий институтлар ҳамда хорижий марказий банклар мутахассисларининг тавсияларига асосан такомиллаштириб борилмоқда.

Банк тизими ликвидлигига таъсир этувчи омиллар қуйидагилардан иборат:

1. Ҳукумат операциялари. Давлат бюджети, бюджет ташкилотлари ва бюджетдан ташқари жамғармалар амалиётларини ўз ичига олувчи ушбу омиллар умумий ликвидликка таъсир этувчи **асосий омиллардан** ҳисобланади. Бюджет харажатларининг амалга оширилиши ликвидликка **оширувчи**, даромадларининг (солиқ, бож тўловлари ва бошқалар) йиғилиши эса **камайтирувчи** таъсир кўрсатади.

Ҳукумат операциялари **3 та йирик** компонентга бўлиб ўрганилади ва давлат бюджети операциялари, Тикланиш ва тараққиёт жамғармаси амалиётлари ҳамда Қишлоқ хўжалигини қўллаб-қувватлаш жамғармаси операцияларини ўз ичига олади.

Прогнозларни амалга оширишда **мавсумий** омиллар (ойнинг биринчи ярмида ойлик ва пенсия тўланиши ҳамда иккинчи ярмида солиқлар йиғилиши, қишлоқ хўжалиги корхоналарига маблағлар йўналтирилиши), маблағ ажратиш бўйича **қарорлар** (ЎТТЖдан оилавий тадбиркорлик дастурлари доирасида маблағлар ажратилиши) ва **доимий маълумот алмашиш** инструментларидан фойдаланилади.

2. Марказий банкнинг қимматбаҳо металллар хариди. Мамлакатда ишлаб чиқарилаётган қимматбаҳо металллар (асосан, олтин ва кумуш) Марказий банк томонидан устувор равишда харид қилинади ва ушбу йўналишда амалга оширилган тўловлар умумий **ликвидликни оширувчи** **асосий омиллардан** ҳисобланади.

Тўловлар металлларнинг ой давомида шаклланган **ўртача бозор нархи** асосида амалга оширилади ва тўлов графигининг мавжудлиги ҳисобига ушбу омил таъсирини прогноз қилиш нисбатан осонроқ ҳисобланади. Фақатгина, бунда металлларнинг **кутилаётган бозор нархи** ноаниқ кўрсаткич бўлиб, уларнинг ўзгариши ҳисобига прогноз ва ҳақиқий миқдорлар ўртасида тафовут юзага келиши мумкин.

3. Марказий банк интервенциялари. Ички валюта бозорига интервенцияларни амалга оширишда Марказий банк 2018 йилдан буён **“олтин-валюта захиралари нейтраллиги”** тамойилига асосланиб келмоқда ва бунда йиллик соф интервенциялар ҳажми қимматбаҳо металллар хариди суммаси доирасида амалга оширилади. Марказий банк қимматбаҳо металллар хариди натижасида иқтисодиётда юзага келадиган қўшимча ликвидликни ички валюта бозорига интервенциялари орқали тўлиқ стерилизация қилиб боради.

Ушбу омилнинг прогнози айнан нейтраллик тамойилидан келиб чиқиб амалга оширилади ва бунда ички валюта бозоридаги **талабнинг мавсумийлиги** (асосан йилнинг II-III чоракларида ортиши), таклиф омилларининг шаклланиши, Молия вазирлиги ва ЎТТЖ томонидан валюта олди-сотдиси бўйича амалга ошириладиган операциялар тегишлича ҳисобга олинади.

4. Нақд пул билан боғлиқ операциялар. Тижорат банкларининг Марказий банкдан нақд пул маблағларини олиши ёки топшириши умумий ликвидликка таъсир этувчи асосий омиллардан бўлиб, мавсумийлик характери юқори ҳисобланади.

Бугунги кунда ЕТТБ ва Чехиянинг “OG Research” консалтинг компанияси мутахассислари билан айнан ушбу омилнинг таъсирини **ARIMA эконометрик модели** ёрдамида прогноз қилиш жорий этилмоқда, ундаги мавсумийлик ва тренд даражаси атрофлича баҳоланмоқда.

5. Давлат қимматли қоғозлари. Молия вазирлиги томонидан муомалага чиқариладиган давлат облигациялари, уларнинг сўндирилиши ва купон тўловларининг амалга оширилиши билан боғлиқ операциялар умумий ликвидликка таъсир кўрсатиб боради.

Бунда Молия вазирлиги томонидан муомалага чиқарилиши режалаштирилаётган давлат қимматли қоғозлари бўйича **чораклик графикни олдиндан эълон қилиш** йўлга қўйилганлиги, банклар учун ликвидликни бошқаришда ва Марказий банк учун ушбу омил таъсирини прогноз қилишда қўшимча қулайлик яратмоқда.

6. Мажбурий захиралаш меъёрининг ҳисоб-китоби. Марказий банкнинг мажбурий захиралаш инструменти бўйича ҳисоб-китоб даври якунида амалга ошириладиган операциялар (қўшимча захиранинг шакллантирилиши ёки қайтарилиши) ликвидликка таъсир этиб, **ҳисоб-китоб даври бўйича графикнинг** йил бошида тасдиқланганлиги ушбу омил таъсирини прогноз қилиш имкониятини оширади.

Ушбу омилнинг таъсири Марказий банк томонидан амалга ошириладиган қарорлар ва банкларнинг мажбурий захиралашга тортиладиган депозит базасининг ўзгаришига боғлиқ бўлиб, прогноз қилиш нисбатан осонроқ ва таъсири кичикроқ омиллардан ҳисобланади.

7. Марказий банкнинг пул-кредит операциялари. Банк тизимида ликвидликни бошқариш мақсадида амалга ошириладиган қисқа муддатли пул-кредит операциялари ҳажми юқоридаги омиллар прогнози натижасидан келиб чиқиб белгиланади ва ликвидликни самарали бошқариш мақсадида Марказий банк томонидан тегишлича ўзгартириб борилади.

Бунда ликвидликнинг ортиб бориши шароитида Марказий банкнинг **ликвидликни жалб этиш инструментлари** (Марказий банк облигациялари, депозит аукционлари ва овернайт депозит операциялар) ҳажми оширилса, банк тизими ликвидлигида тақчиллик юзага келганда **ликвидликни тақдим этиш операцияларига** (РЕПО ва СВОП аукционлари, овернайт РЕПО ва СВОП операциялари) талаб ортиб боради.

Умуман олганда, банк тизими ликвидлигини прогноз қилиш кундалик амалиёт бўлиб, 2020 йилда жорий этилган **“Ликвидлик прогнози матрицаси”** бўйича прогнозлар кунлик янгилашиб борилмоқда. Ушбу прогнозлар ликвидликда мавжуд ортиқчалик ёки тақчилликни ўз вақтида аниқлаш ва самарали бошқариш учун зарур бўлиб, пул бозоридаги фоиз ставкаларининг асосий ставкадан кескин тебранишларини олдини олишга хизмат қилади.

Бугунги кунда ликвидликка таъсир этувчи омилларни прогноз қилишда замонавий эконометрик моделлардан фойдаланиш имконияти кенгайтирилиб, **нақд пул билан боғлиқ операцияларни** ARIMA модели ёрдамида прогноз қилиш бўйича ишлар яқунланаётган бўлса, **ҳукумат операциялари таъсирини** ҳам моделлаштириш бўйича чоралар кўрилмоқда.

Халқаро амалиётда кунлик кўрсаткичлар бўйича мавсумийликни моделлаштиришда марказий банклар томонидан асосан 2 хил **ARIMA** ва **Структуравий вақт қаторлари** (Structural Time Series) моделларидан фойдаланилади. Структуравий вақт қаторлари моделида кўрсаткичлар **тренд, мавсумий ва ноодатий** компонентларга ажратилади ва Калман фильтри ёрдамида прогноз қилинади. **ARIMA моделида** эса ўзгарувчининг турли мавсумийлик ва календарь таъсирларини ўзида акс эттирувчи шартли ўзгарувчилар (“dummy variables”) киритилади.

Моделнинг **авторегрессив қисми** (AR – Auto-regressive) эрксиз ўзгарувчининг (бизнинг моделда муомаладаги нақд пул маблағлари қолдиғи ўзгариши) ўзининг олдинги қийматларининг функцияси эканлигини тахмин қилса, **ўртача ҳаракатланиш қисми** (MA – Moving average) эса доимий тасодифий шокларни қўшиш имконини беради.

Муомаладаги нақд пул маблағлари қолдиғи ўзгариши мавсумий характерга эга бўлиб, ундаги **мавсумийликлар** қуйидаги шартли ўзгарувчилар орқали қамраб олинади:

- 1) **ҳафталик**: муомаладаги нақд пулларнинг ҳафта якунидан олдин (жума кунлари) ортиши кузатилиб, дам олиш кунларида аҳолига банкоматлардан ечиб олиш учун етарлича маблағларнинг жойлаштирилиши билан изоҳланади;
- 2) **ойлик**: иш ҳақи ва пенсия тўловларининг амалга оширилиши сабабли ойнинг биринчи ярмида муомаладаги нақд пул ҳажмининг ортиши ҳамда солиқ ва бошқа мажбурий тўловларнинг амалга оширилиши ҳисобига ойнинг иккинчи ярмида қисқариши кузатилади;
- 3) **йиллик**: асосан II-III чоракларда муомаладаги нақд пулларнинг ортиши ҳамда қолган чоракларда қисқариши кузатилади ва бу аҳоли харид фаоллигининг айнан ушбу даврда сезиларли ортиши билан тушунтирилади;
- 4) **календарь таъсири**: байрамлар сезиларли таъсирга эга бўлиб, байрам олди кунлари муомаладаги нақд пулларнинг сезиларли ортиши кузатилади.

Модел қуйидаги кўринишга эга:

$$DL_CIC = \beta_0 + \beta_1*AR(1) + \beta_2*AR(2) + \beta_3*AR(21) + \beta_4*MA(1) + \beta_n*DV(1:n) + \varepsilon$$

Бунда **DL_CIC** – муомаладаги нақд пуллар ҳажми ўзгаришининг логарифмик тафовути; **AR** - авторегрессив ўзгарувчилар; **MA** - ўртача ҳаракатланиш қисми; **DV** - шартли ўзгарувчилар (қуйидаги жадвалда батафсил келтирилган) ва ε – хатоликлар ҳисобланади.

Моделда авторегрессив ўзгарувчилар сифатида **AR (1)** – олдинги кун қиймати, **AR (2)** – 2 кун олдинги қиймати ва **AR (21)** – 21 кун олдинги қиймати олинган бўлиб, олдинги икки иш кунидagi нақд пуллар ўзгаришининг бугунги иш кунидagi ўзгаришга таъсири юқори бўлса, 21 кун олдинги қиймат асосан мавсумийликнинг такрорланиши билан изоҳланади.

Шунингдек, **жума ёки ҳафтанинг сўнгги иш куни, байрамдан олдинги иш кунлари** давомида ҳам муомаладаги нақд пуллар ҳажмининг сезиларли ўсиши кузатилиб, аҳолининг харажатлар учун пластик карталардаги маблағларни нақдлаштириши билан боғлиқ.

1-расм. Муомаладаги нақд пуллар ўзгаришини прогноз қилиш бўйича ARIMA модели натижалари (асосий эрки ва шартли ўзгарувчилар)

№	Ўзгарувчилар	Коэффициент	Стандарт хатолик	T-статистика	Эҳтимоллик
1.	AR (1) – олдинги кун қиймати	0,462	0,080	5,805	0,000
2.	AR (2) – 2 кун олдинги қиймати	0,220	0,037	5,894	0,000
3.	AR (21) – 21 кун олдинги қиймати	0,095	0,025	3,735	0,000
4.	MA (1) – 1- даражали ўртача ҳаракатланиш	-0,336	0,077	-4,362	0,000
5.	FRI – жума (охирги иш куни)	0,186	0,040	4,652	0,000
6.	LTM – ойнинг сўнгги сешанбаси	-0,093	0,049	-1,923	0,055
7.	JAN – январь	-0,172	0,067	-2,562	0,011
8.	FEB – февраль	-0,133	0,071	-1,866	0,062
9.	JUNE – июнь	0,124	0,047	2,661	0,008
10.	NOV – ноябрь	-0,166	0,076	-2,185	0,029
11.	LDOBLW – байрам олди иш куни	0,345	0,070	4,931	0,000
12.	FITR_1 – Рамазон ҳайити арафа куни	0,304	0,131	2,322	0,020
13.	FITR_2 – Рамазон ҳайити арафадан олдинги куни	0,447	0,091	4,931	0,000
14.	DMH_1 – Хотира ва қадрлаш кунидан олдинги иш куни	0,685	0,093	7,328	0,000
15.	WO_1 – Хотин-қизлар байрамидан олдинги иш куни	0,636	0,076	8,322	0,000

Манба: Марказий банк

Муомаладаги нақд пуллар ҳажми доимий равишда ошиб бораётганлиги сабабли эрки ўзгарувчилар таркибида ҳам **оширувчи омиллар** сони кўпроқни ташкил этмоқда. **Ойнинг сўнгги сешанбаси** камайтирувчи омил сифатида киритилган бўлиб, солиқ ва бошқа мажбурий тўловларни амалга ошириш мақсадида дам олиш кунлари давомида тижорат банкларида топширилган нақд пулларнинг душанба куни давомида қайта санаб

тайёрланиши ва сешанба куни Марказий банкка олиб келиб топширилишини билдиради.

Шунингдек, январь, февраль ва ноябрь ойлари бўйича шартли ўзгарувчилар ҳам камайтирувчи омиллардан бўлиб, йилнинг I ва IV чоракларида муомаладаги нақд пуллар ҳажмининг мавсумий қисқариши билан изоҳланади.

Ушбу модел янада такомиллаштирилиб, шартли ўзгарувчилар қатори ўзгартирилади ва натижалар оптималлаштирилганидан сўнг алоҳида материал кўринишида Марказий банк расмий веб-саҳифасида эълон қилинади.

Ўз навбатида, банк тизими умумий ликвидлиги ҳолати, омиллар таъсири ва унинг прогноз динамикаси таҳлили бўйича чораклик **“Банк тизими ликвидлиги шарҳи”**ни тайёрлаш ва эълон қилиш йўлга қўйилган бўлиб, ушбу шарҳ бозор иштирокчиларига умумий ликвидлик ҳолати ва унинг Марказий банк томонидан бошқарилиши бўйича маълумот беришнинг асосий воситаси ҳисобланади.

Давлат бюджети инвестицион харажатларининг иқтисодиётдаги хусусий инвестицияларга таъсири

Сўнги ўн йилликларда аксарият эксперт иқтисодчилар **контрциклик ёндашувга эга бўлган мувофиқлашган фискал сиёсат** юритиш амалиётини ёқлаб келишаётган бўлса-да, бугунги кунда ҳам кўплаб давлатларда фискал баланснинг салбий даражада шаклланаётганлигини кузатиш мумкин.

Таъкидлаш лозимки, ҳукумат харажатларининг ортиши иқтисодиётда **“сиқиб чиқариш”** (“crowding out”) таъсирининг, яъни хусусий секторда инвестицион харажатлар қисқаришининг юзага келишига сабаб бўлади. Мазкур ҳолатда ҳукумат фискал тақчилликни қоплашда уч турдаги манбалардан: **пул эмиссияси, солиқ тушумининг оширилиши ва қарз маблағларининг жалб этилиши** ҳисобидан молиялаштирилади.

Бунда пул эмиссияси орқали молиялаштириш иқтисодиётда **инфляция даражасининг ошишига**, янги солиқ турларининг жорий қилиниши ёки мавжуд солиқ турлари бўйича ставкаларнинг оширилиши эса **аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари соф даромадларининг камайишига** ва натижада иқтисодиётда ялпи талабнинг камайишига олиб келиши мумкин.

Юқоридагиларни инобатга олган ҳолда, ҳукуматлар оптимал йўл сифатида **қарз маблағларини жалб қилишни** маъқул кўришади. Бунда давлатнинг қисқа ва узоқ муддатли облигациялари эмиссияси орқали хусусий сектордан ички қарз маблағларини жалб қилиши хусусий секторнинг инвестицион имкониятларини чеклаши мумкин.

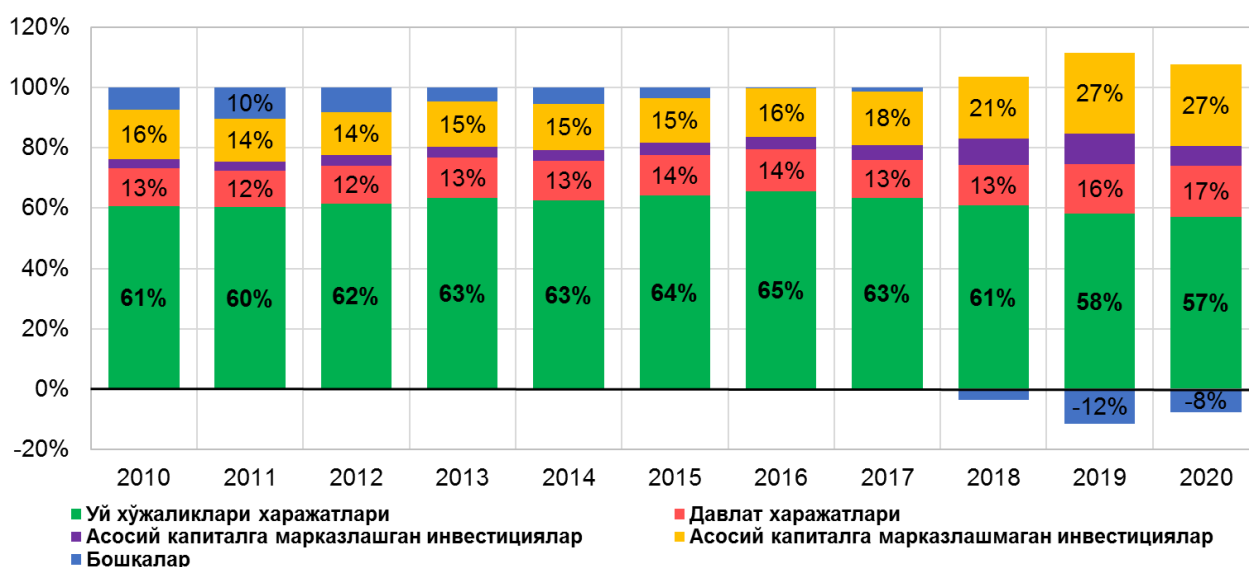
Кейнес мактаби иқтисодчиларининг таъкидлашича, давлат харажатларининг ортиши иқтисодиётда **инсон капитали ва инфратузилманинг яхшиланишига** хизмат қилади. Хусусан, автомобиль ва темир йўллари кенгайтирилиши ва умуман, логистика соҳасининг яхшиланиши хусусий сектор учун транспорт харажатларини қисқартириш имконини беради. Бу эса, ўз навбатида, тежаб қолинган маблағлар ҳисобидан қўшимча инвестицияларнинг яратилишини англатади.

Давлат харажатларининг хусусий секторда инвестициялар ҳажмининг ўзгаришига таъсирини ўрганиш бўйича бугунги кунга қадар кўплаб тадқиқотлар амалга оширилган бўлишига қарамасдан, **тадқиқотларнинг хулосалари зиддиятли** ва юқорида таъкидланган икки турдаги иқтисодий назарияларга асосланган.

Хусусан, Нақвининг (2002) VAR модели ёрдамида амалга оширган эмпирик таҳлили натижаларига кўра, Покистон иқтисодиётида ҳукумат инвестицион харажатларининг ортиши **хусусий секторда инвестицияларнинг ижобий шаклланишига** сабаб бўлган. Шу билан бирга, иқтисодчилар Аккина ва Челебининг (2002) эмпирик тадқиқотлари хулосаларига кўра, Туркияда давлат харажатлари оширилишининг **хусусий сектордаги инвестицияларга “сиқиб чиқариш” таъсири гипотезаси ўз тасдиғини топган.**

Шунингдек, Атукереннинг (2005) 1970-2000 йиллар давр оралиғида **25 та** ривожланаётган иқтисодиётлар учун амалга оширган тадқиқот натижаларида **11 та** давлатда “сиқиб чиқариш” таъсирининг мавжудлиги, **14 тасида** эса мавжуд эмаслиги аниқланган. Бундан ташқари, Эрден ва Ҳолкомбнинг (2005) тадқиқот хулосаларига кўра, “сиқиб чиқариш” таъсири аксарият ҳолатларда **ривожланган иқтисодиётларга хос** бўлиб, ривожланаётган давлатларда эса ҳукумат инвестицион харажатларининг ортиши хусусий секторда инвестицияларнинг ошишига **акселератор сифатида** хизмат қилади.

1-расм. ЯИМнинг харажатлар усули бўйича компонентлари улуши



Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари.

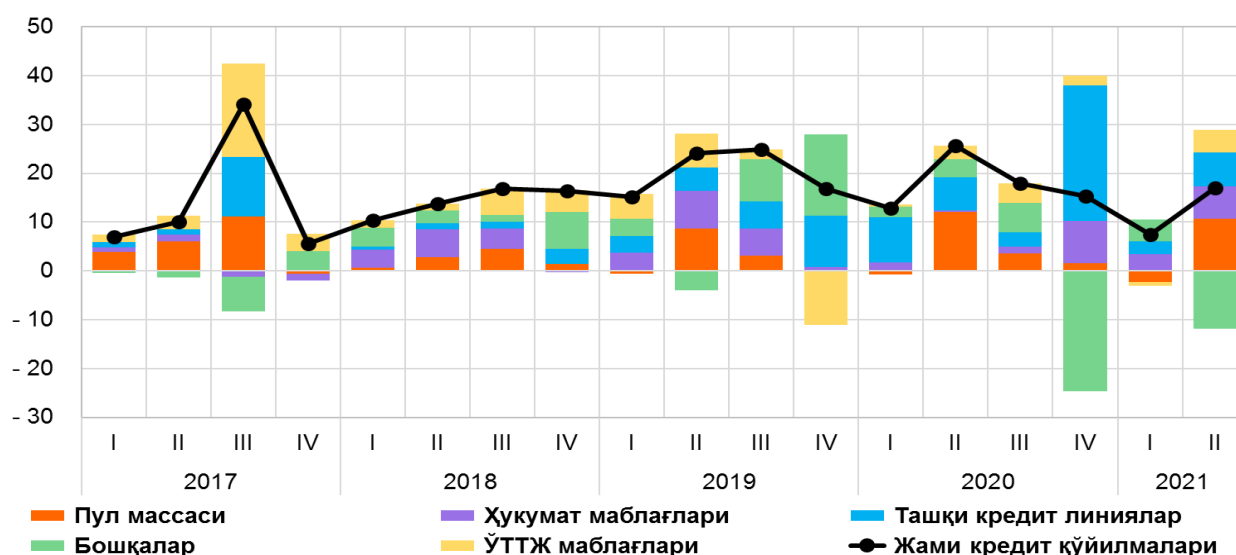
Ўзбекистон шароитида сўнги йилларда иқтисодиётда амалга оширилаётган таркибий ислохотларнинг самараси ўлароқ, **ЯИМда давлат харажатлари улушининг сезиларли даражада** ошиши кузатилди. Хусусан, давлат якуний харажатларининг ЯИМдаги улуши 2016 йилдаги 14 фоиздан 2020 йилда **17 фоизгача** ошиб борган бўлса, асосий капиталга марказлашган инвестицияларнинг улуши 2016 йилдаги

4 фоиздан 2019 йилда **10 фоизгача** ортган бўлиб, пандемия шароитида 2020 йилда **7 фоизга** тенг бўлди.

Натижада мос равишда уй хўжаликлари якуний харажатларининг ЯИМдаги улуши 2016 йилдаги 65 фоиздан 2020 йилда **57 фоизгача** қисқарди (1-расм).

Таъкидлаш жоизки, сўнгги йилларда **иқтисодиётни кредитлаш ҳажмида ҳам юқори ўсиш суръатлари** кузатилди. Хусусан, сўнгги 4 йилда иқтисодиётга кредит қўйилмалари қолдиғида юқори суръатларда ўсиш кузатилиб, 2021 йил 1 июль ҳолатига кредит қўйилмалари қолдиғи **305 трлн. сўмни** ёки 2017 йил 1 январь ҳолатига нисбатан **5,6 баробарга** (250 трлн. сўмга) ортиқни ташкил этган¹³ (2-расм).

2-расм. Кредит қўйилмалари ўсишининг асосий манбалари (трлн. сўм)



Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари

Бироқ ушбу даврда иқтисодиётга кредит қўйилмаларининг асосий молиялаштириш манбаси **ҳукумат маблағлари, Тикланиш ва тараққиёт жамғармаси ресурслари** ва банклар томонидан кенг ҳажмда жалб этилган **ташқи қарз** бўлганлиги билан изоҳланади. Мазкур манбалардан иқтисодиётга кредит қўйилмаларини доимий равишда фойдаланишнинг имкони йўқ ва бирқатор **салбий оқибатлари** мавжуд. Хусусан, ҳукумат ва ЎТТЖ маблағлари ҳисобидан турли соҳаларга имтиёзли кредитларнинг ажратилиши марказлашган маблағларга бўлган босимни ошириб **фискал** шароитларнинг ўзгаришига олиб келса, ташқи қарз маблағларининг муттасил ўсиб бориши банкларнинг **ташқи хатарларга бўлган**

¹³ Бунда 2017 йил сентябрда **валюта курси либерализацияси** сабабли валютадаги кредитларнинг қайта баҳоланиши ва 2019 йил IV чорақда айрим хорижий валютадаги кредитларнинг Тикланиш ва тараққиёт жамғармаси балансига қайтарилиши таъсири ҳам мавжуд.

таъсирчанлигини ва иқтисодиётда **долларлашув даражасини** оширади.

Мазкур таҳлил доирасида ҳукумат харажатлари ўзгаришининг хусусий секторда инвестициялар ҳажмига ва миллий валютада ажратилган имтиёзли кредитларнинг кредит бозорида мазкур турдаги бозор тамойиллари асосида ажратилган кредитлар бўйича фоиз ставкасининг шаклланишига таъсири эмпирик баҳоланади.

Ҳукумат харажатлари ўзгаришининг хусусий секторда инвестициялар ҳажмининг шаклланишига таъсирини эмпирик баҳолашда иқтисодиётда амалга оширилаётган ислохотлар сабабли мамлакатимиз бўйича **олдинги давр фискал маълумотларининг ҳозирги вазиятни тушунтириш имкониятининг пастлиги** сабабли МДҲ мамлакатлари учун 1996-2020 йиллар оралиғида шаклланган Жаҳон банки маълумотларидан фойдаланилди.

$$pri_inv_t = \beta_0 + \beta_1 gov_cons_t + \beta_2 GDP_growth_t + \beta_3 trade_open_t + \beta_4 corrupt_t + \varepsilon_t$$

Бунда,

- *pri_inv* – хусусий секторга ажратилган инвестицияларнинг ЯИМга нисбати;
- *gov_cons* – жами ҳукумат харажатларининг ЯИМга нисбати;
- *corrupt* – коррупцияни тийиш рейтинг кўрсаткичи;
- *trade_open* – жами ташқи савдо ҳажмининг ЯИМга нисбати;
- *GDP_growth* – ўтган йилга нисбатан йиллик ЯИМ ўсиши.

Эмпирик таҳлил натижалари ҳукумат харажатлари ўзгаришининг хусусий секторда инвестициялар ҳажмининг шаклланишига салбий ва 5 фоизлик эҳтимолий хатолик билан **статистик жиҳатдан аҳамиятли таъсирга эга** эканлигини кўрсатди.

Хусусан, **ҳукумат харажатларининг** ЯИМга нисбатининг 1 фоиз бандга оширилиши бошқа омилларнинг ўзгаришини инобатга олмаганда хусусий секторда инвестициялар ҳажми ЯИМга нисбатининг **0,3 фоиз** бандга камайишига олиб келиши маълум бўлди.

Бу эса, ўз навбатида, Ўзбекистон иқтисодиётида ҳам Классик назариясига асосланган “*сиқиб чиқариш*” (*crowding-out*) гипотезаси ўз тасдиғини топиши мумкинлигини англатади.

Шунингдек, хусусий секторда инвестициялар ҳажми ўзгаришини белгилаб берувчи омиллар сифатида ЯИМ ўсиши, ташқи савдога очиқлик даражаси ва коррупцияни тийиш кўрсаткичи олинган бўлиб, мазкур мустақил ўзгарувчиларнинг инвестицияларга таъсир доираси **5 фоизлик** эҳтимолий хатолик билан статистик жиҳатдан аҳамиятга эга эканлигини кўрсатди.

ЯИМ ўсишининг 1 фоиз бандга ортиши хусусий секторда инвестициялар ҳажмининг ЯИМга нисбатини 0,12 фоиз бандга ортишини, ташқи савдога очиқлик даражасини эса 0,07 фоиз бандга ўсиши таъминлашини кўрсатган бўлса, коррупцияни тийиш кўрсаткичининг 1 бандга яхшиланиши эса инвестициялар ҳажмининг ЯИМга нисбатини қарийб 0,14 фоиз бандга ижобий ўзгаришига сабаб бўлиши маълум бўлди.

Шунингдек, имтиёзли кредитларнинг кредит бозорида мазкур турдаги тижорий кредитлар фоиз ставкасининг шаклланишига таъсири мамлакатимиз учун 2017-2021 йиллар оралиғидаги ойлик маълумотлар асосида қуйидаги кўринишда эмпирик баҳоланди.

$$interest_t = \beta_0 + \beta_1 ln_loan_t + \beta_2 inf_t + \varepsilon_t$$

Бунда,

- *interest* – миллий валютада тижорат шартлари асосида ажратилган кредитлар бўйича ўртача тортилган фоиз ставкаси;
- *ln_loan* – миллий валютада имтиёзли шартлар асосида ажратилган кредитлар ҳажми;
- *inf* – ўтган йилнинг мос чорагага нисбатан инфляция даражаси;

Мазкур таҳлил бўйича олинган натижалар имтиёзли кредитлаш амалиётининг қўлланилиши, яъни иқтисодиётда имтиёзли кредитлар ҳажмининг ортиши **кредит бозорида фоиз ставкаларининг кўтарилишига** сабаб бўлишини кўрсатди.

Бунда миллий валютада имтиёзли шартлар асосида ажратилган кредитлар ҳажмининг **10 фоизга** ошиши миллий валютада тижорат шартлари асосида ажратилган кредитлар бўйича фоиз ставкасининг **0,7 фоиз** бандга кўтарилишига, шунингдек, кредит фоиз ставкасининг шаклланишини белгилаб берувчи омиллар сифатида инфляция даражасининг 1 фоиз бандга ошиши кредит бозорида миллий валютадаги кредит фоиз ставкасининг **0,12 фоиз** бандга ўсишига сабаб бўлиши аниқланди.

Бундан ташқари, ЯИМда давлат якуний харажатлари улушининг ортишини узоқ муддатли истиқболда иқтисодий ўсиш кўрсаткичларига таъсирини ўрганиш мақсадида Жаҳон банки маълумотлари базасидан **51 давлатнинг** (шундан, 19 таси юқори даромадли (high income), 15 таси ўртачадан юқори даромадли (upper middle income) ва 17 таси ўртачадан қуйи даромадли (lower middle income) давлатлар) макроиқтисодий кўрсаткичлари ўрганилди.

Давлат харажатларининг ЯИМдаги улуши ўзгаришининг реал иқтисодий ўсиш кўрсаткичларига таъсири ўрганилганда, ушбу давлатлар кесимида давлат якуний харажатларининг ЯИМдаги улушининг **1 фоиз бандга** ортиши узоқ муддатли истиқболда реал ЯИМ ўсишининг **0,24 фоиз бандга** қисқаришига таъсир этиши маълум бўлди.

Давлат якуний харажатларининг ЯИМга нисбати (сўнги 10 йилликда ўртача) Қозоғистонда **10 фоиз**, Тожикистонда **12 фоиз**, Арманистонда **13 фоиз**, Туркия ва Грузияда **14 фоиз**, АҚШда **15 фоиз** ва Хитойда **16 фоиз** доирасида шаклланган. Жаҳон банки маълумотларига кўра, сўнги 10 йилликда мамлакатимизда давлат якуний харажатларининг ЯИМга нисбати ўртача **14,4 фоизни** ва 2020 йилда **17 фоизни** ташкил этган.

Бундан хулоса қилиш мумкинки, ЯИМ таркибида давлат якуний харажатлари улушининг ортиши таркибий иқтисодий ислохотлар амалга оширилади ҳолатда вақтинчалик иқтисодий ўсишга ижобий таъсирга эга бўлиб, узоқ муддатли истиқболда хусусий секторга бўлган “сиқиб чиқариш” таъсири орқали **иқтисодий ўсиш кўрсаткичларига салбий таъсир кўрсатади**.

Давлатнинг “сиқиб чиқариш” таъсири иқтисодиётнинг келгуси ривожланиши учун муҳим бўлган **асосий ишлаб чиқариш ва инфратузилма объектларига харажатларни амалга ошириш** орқали ҳам юзага келиши мумкин бўлиб, хусусий секторнинг барқарор ўсишини таъминлаш мақсадида ушбу йўналишлардаги лойиҳаларга ҳам **хусусий компанияларни кенг жалб этиш**, шу жумладан, **давлат-хусусий шерикчилик лойиҳалари кўламини кенгайтириш** муҳим қадамлардан ҳисобланади.

Шунингдек, давлатнинг банкларга **марказлашган ресурслар тақдим этиш ҳажмини ва имтиёзли кредитлаш амалиётини** қисқартириш иқтисодиётнинг барча субъектлари учун тенг шароитлар яратиш, банк тизимини хусусийлаштириш ва банкларнинг ички бозордан депозитларни жалб этишини рағбатлантиришда муҳим омиллар ҳисобланади. Шу нуқтаи назардан, узоқ муддатли барқарор инклюзив иқтисодий ўсиш кўрсаткичларига эришиш мақсадида давлат харажатларининг ва умуман, иқтисодиётда **давлат улушининг қисқартирилиши, хусусийлаштириш жараёнларининг жадаллаштирилиши ва давлат-хусусий шерикчилик амалиётларининг кенгайтирилиши** мақсадга мувофиқ бўлади.

ГЛОССАРИЙ

Асосий фоиз ставкаси	– тижорат банклари учун қарз олиш фоиз ставкасини ҳамда қарз олувчилар учун кредит харажатларини белгилаб берувчи фоиз ставкаси; асосий фоиз ставкаси ўзгариши банклараро пул бозоридаги фоиз ставкаларига таъсир кўрсатади.
Базавий инфляция	– мавсумий ва маъмурий хусусиятга эга бўлган омиллар таъсирида бўлган айрим товарлар ва хизматлар (мева-сабзавотлар, ёқилғи, йўловчи транспортнинг 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 вакиллик ҳисобварақларидаги миллий валютада ҳисобланадиган 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.
Валюта инқирози	– валюта бозоридаги алмашув курсларининг кескин тебранишлари, мамлакат валюта захирасининг тугаб бориши ва тўлов балансининг мувозанатлашмаганлиги билан намоён бўладиган кескин вазиятлар билан бир қаторда валюта-кредит соҳасидаги номутаносибликларнинг ортиб бориши.
Депозит аукционлари	– банк тизими умумий ликвидлигини бошқариш ва ликвидлиликнинг 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 этирилади.
Иқтисодий цикл	– иқтисодий ривожланишнинг табиий шакли бўлиб, бунда ишлаб чиқариш ўсиши, бандлик ва ЯИМ ўсиши иқтисодиётнинг пасайиш (рецессия) давлари билан алмашади.
Инвестицион талаб	– хўжалик юритувчи субъектларнинг ўз фаолиятини юритиш ва кенгайтириш учун фойдаланадиган жисмоний капитал объектлари (машина, ускуналар) ва хизматларга бўлган талаб. Инвестицион талаб иқтисодиётдаги ялпи талабнинг бир қисмидир.

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 кутилмаларнинг лангарланганлиги (ингл. anchoring of inflation expectations)	– 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 инфляцияни миқдорий кўрсаткичига эришишга йўналтирилади.
Инфляциянинг монетар омиллари	– Ўрта муддатли истиқболда Марказий банк пул-кредит сиёсати воситалари ёрдамида бевосита таъсир қилиши мумкин бўлган инфляцион омиллари.
Инфляциянинг номонетар омиллари	– Марказий банк пул-кредит сиёсати таъсири доирасидан ташқарида бўлган инфляцияга таъсир қилувчи омиллар. Ушбу гуруҳга ташқи иқтисодий шароитлар, таркибий омиллар (асосий фондлар ҳолати, ишлаб чиқариш самарадорлиги ва унумдорлиги, ишчи кучи таклифи ва сифат кўрсаткичлари, ишлаб чиқаришнинг технологик даражаси, транспорт, логистика инфратузилмаси, бозор концентрациясининг даражаси), норматив-ҳуқуқий муҳити, фискал сиёсати, товарлар ва хизматлар таклифи томонидан келтирилган омиллар киради.
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	– иқтисодиётдаги истеъмол товарлари ва хизматларига бўлган жами талабнинг бир қисми.
Ишлаб чиқариш тафовути (ингл. Output gap)	– жорий ва потенциал ЯИМ ўртасидаги фарқ. Ялпи ички маҳсулотдаги ижобий тафовут инфляцион тафовут деб аталади. Бу эса ялпи талаб ўсиш суръати ялпи таклиф ўсиш суръатларидан ошиб кетишини ва бу инфляцион босимни юзага келтириши

	мумкинлигини англатади. Аксинча, ЯИМ салбий тафовути дефляцияга олиб келадиган рецессион тафовут деб аталади.
Қайта молиялаш ставкаси	– Марказий банкнинг тижорат банклари билан кредит операцияларида фойдаланиладиган фоиз ставкаси.
Ликвидликни стерилизация қилиш	– турли омиллар таъсирида вужудга келадиган ортиқча ликвидликни банк тизимидан чиқариб олиш.
Макропруденциал чоралар (ингл. macroprudential policy)	- 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.
Марказий банкнинг фоиз сиёсати	– Марказий банк пул-кредит сиёсатининг бир қисми бўлиб, унинг ёрдамида Марказий банк молиявий ресурсларнинг қиймати ва иқтисодиётдаги фоиз ставкалари даражасига, шунингдек, аҳоли ва бизнес субъектларининг молиявий ва инвестицион қарорларига таъсир қилади. Фоиз сиёсати активларнинг миллий валютадаги реал ижобий фоиз ставкаларини таъминлаш мақсадига қаратилади. Марказий банк фоиз ставкаси ўзгартирилиши иқтисодиётдаги фоиз ставкалари даражасига таъсир кўрсатиб, инвестициялар ва жамғармалар ўзгаришига, бу ўз навбатида, ялпи талаб шаклланишига таъсир кўрсатади.
Маъмурий тартибга солинадиган нархлар	– бозор механизмлари (талаб ва таклиф) асосида шаклланмайдиган, 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 фавқулотда ҳолатларда фаолият кўрсата оладиган молия тизимининг ҳолатидир.
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.

Пул массаси	– муомаладаги нақд пуллар ва банклар ҳисобварақларидаги депозит маблағларининг йиғиндиси. Пул массасини таҳлил қилиш мақсадида ликвидлик даражасига қараб турли хил пул агрегатлари ҳисобланади: $M0$ – муомаладаги нақд пуллар; $M1$ – $M0$ + миллий валютадаги талаб қилиб олинган депозитлар; $M2$ – $M1$ + муддатли, жамғарма ва миллий валютадаги бошқа депозитлар + хорижий валютадаги депозитлар.
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 орқали узатилади: фоиз, кредит, валюта, активлар нархи ва кутилмалар каналлари.
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).
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-ҳуқуқий ҳужжатлари билан депозитлар ҳажми, тури, муддатига ва банкларнинг бошқа мажбуриятларини ҳисобга олган ҳолда белгиланади. Жалб қилинган маблағларнинг ҳар бир тоифаси учун мажбурий захиралар ҳажми барча банклар учун бир хил.
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.

Узоқ муддатли пуллар	– иқтисодиёт ва молия соҳасида узоқ муддатли (бир йилдан ортиқ) қарзлар (инвестициялар) ёки узоқ муддатли кредитларни тавсифлаш учун ишлатиладиган ибора.
Ўртача тортилган фоиз ставкаси	– ўрнатилган кўрсаткичнинг умумий ҳажмдаги вазн оғирлигини ҳисобга олинган ўртача фоиз ставкаси. Оғирлик вазни сифатида ҳар бир фоиз ставкасининг умумий ҳажмдаги улуши олинади.
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.

© Ўзбекистон Республикаси Марказий банки, 2021 йил

Пул-кредит сиёсати департаменти томонидан тайёрланди.

Ўз таклиф ва эътирозларингизни қуйидаги манзилга жўнатишингиз мумкин:

E-mail: achilov@cbu.uz

Тел.: (+998) 71 212-60-22