



Ўзбекистон Республикаси  
Марказий банки

# ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИНГ 2021 ЙИЛ ВА 2022-2023 ЙИЛЛАР ДАВРИГА МЎЛЖАЛЛАНГАН АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ

ИНФЛЯЦИЯ

ИНФЛЯЦИЯ ПРОГНОЗИ

ИНФЛЯЦИОН ТАРГЕТ

5%

## Ўзбекистон Республикаси Марказий банки

# ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИНГ 2021 ЙИЛ ВА 2022-2023 ЙИЛЛАР ДАВРИГА МЎЛЖАЛЛАНГАН АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ

Марказий банк Бошқарувининг 2020 йил 22 октябрдаги йиғилишида  
концептуал жиҳатдан тасдиқланган лойиҳа

---

© Ўзбекистон Республикаси Марказий банки, 2020 йил

## Мундарижа

Қисқартмалар.....	5
Кириш .....	6
<b>I. 2020-2023 ЙИЛЛАРДАГИ МАКРОИҚТИСОДИЙ РИВОЖЛАНИШ СЦЕНАРИЙЛАРИ ВА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ .....</b>	<b>11</b>
1.1. 2020 йилда кузатилаётган макроиқтисодий жараёнлар .....	11
1-ҳавола. Банк тизимида пандемиянинг иқтисодиётга салбий таъсирини камайтириш ва иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлаш бўйича амалга оширилган ишлар .....	16
2-ҳавола. Асосий озиқ-овқат маҳсулотларининг жаҳон бозоридаги нархлари динамикаси ва прогнозлари .....	18
1.2. Макроиқтисодий ривожланиш сценарийлари .....	21
1.3. Асосий сценарий ва прогнозлар .....	23
3-ҳавола. Умумий фискал дефицит ўсиши ва номинал иш ҳақи ошишининг инфляцияга таъсирини миқдорий баҳолаш .....	29
4-ҳавола. Тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларнинг иқтисодиёт салоҳияти ошишига таъсири .....	31
1.4. Тезкор иқтисодий тикланишга асосланган муқобил (оптимистик) сценарий .....	33
5-ҳавола. Халқаро инвестицион банклар томонидан олтин бозори конъюнктураси таҳлили ва олтин нархининг ўрта муддатли прогнози .....	38
1.5. Ташқи иқтисодий хатарлар кучайишига асосланган муқобил (хатарли) сценарий .....	40
6-ҳавола. Импорт инфляциясига таъсир этувчи омиллар таҳлили .....	45
<b>II. ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИНГ МАҚСАД ВА ВАЗИФАЛАРИ.....</b>	<b>47</b>
2.1. Пул-кредит сиёсатининг мақсади ҳамда макроиқтисодий барқарорлик ва иқтисодий ўсишни таъминлашдаги роли .....	47
2.2. Пул-кредит сиёсатининг узоқ муддатли мақсадли кўрсаткичлари .....	51
7-ҳавола. Марказий банк томонидан ўрнатилган инфляциянинг 5 фоизлик тарғеми моҳияти .....	55
2.3. Пул-кредит сиёсатини амалга ошириш тамойиллари .....	58
8-ҳавола. Базавий ва қисқартирилган инфляция .....	61
<b>III. 2019-2020 ЙИЛЛАРДА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИДА АМАЛГА ОШИРИЛГАН ИШЛАР .....</b>	<b>62</b>
3.1. 2019-2020 йилларда пул-кредит сиёсати соҳасида амалга оширилган ишлар ва пул-кредит шароитлари .....	62
9-ҳавола. Хорижий марказий банкларнинг пул-кредит сиёсати ва капитал оқимлари .....	68
3.2. Трансмиссион механизм фоиз каналини ривожлантириш бўйича кўрилган чоралар ва мавжуд муаммолар .....	70
<b>IV. 2021-2023 ЙИЛЛАРДА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ ВА ИЧКИ ВАЛЮТА БОЗОРИНИ РИВОЖЛАНТИРИШ ЙўНАЛИШЛАРИ .....</b>	<b>75</b>
4.1. Пул-кредит сиёсати операцион механизмини такомиллаштириш чоралари .....	75
4.2. Ички валюта бозорини ривожлантириш йўналишлари .....	79
4.3. Пул-кредит сиёсати трансмиссион механизмини такомиллаштириш йўналишлари .....	82

10-ҳавола. Инфляцион кутилмалар аҳамияти ва уларнинг асосий омиллари .....	89
11-ҳавола. Пул-кредит сиёсати соҳасида коммуникацион фаолликни миқдорий баҳолаш...	91
<b>Иловалар .....</b>	<b>94</b>
1-илова. 2021 йилда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича йиғилишлар графиги .....	94
2-илова. Инфляция омилларининг эконометрик моделлар орқали таҳлили .....	95
3-илова. Иқтисодиётга маблағларни йўналтиришнинг хориж тажрибаси .....	102
4-илова. Инфляциянинг номонетар омиллари таҳлили: ўрта ва узоқ муддатли истиқболда уларнинг инфляцияга таъсирини пасайтириш йўналишлари .....	107
5-илова. Марказий банк асосий ставкасини кўриб чиқиш бўйича 2020-2021 йилларда Бошқарув йиғилишларида макроиқтисодий таҳлил ва прогнозларни ишлаб чиқиш ҳамда қарор қабул қилиш жараёни.....	1122
<b>Глоссарий.....</b>	<b>115</b>

## 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
ОТБ	–	Осиё тараққиёт банки
ИТБ	–	Ислон 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 2021 йил ва 2022-2023 йиллар даврига мўлжалланган асосий йўналишлари Марказий банк томонидан келгуси йилларда амалга ошириладиган чора-тадбирлар мажмуини ўзида акс эттириб, таркибида ташқи ва ички макроиқтисодий вазиятларнинг ўзгариши шароитида соҳада кўриладиган чоралар, қўлланиладиган тамойил ва инструментларни қамраб олган.

Асосий йўналишларни ишлаб чиқишда, биринчи навбатда, Ўзбекистон Республикасининг “Ўзбекистон Республикаси Марказий банки тўғрисида”ги қонунида Марказий банк олдига **нархлар барқарорлигини таъминлаш** бўйича қўйилган мақсадлар ҳамда Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Инфляция таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида”ги Фармонида пул-кредит сиёсатини **инфляция таргетлаш** стандартларига мувофиқлаштириш, инфляциянинг 2021 йилда **10 фоиздан паст** ва 2023 йилда **5 фоизлик таргет** кўрсаткичига эришиш бўйича вазифалардан келиб чиқилган.

2020 йил мамлакатимиз ва жаҳон иқтисодиёти учун жуда мураккаб йил бўлди. Глобал пандемия таъсирида бошланган инқироз ҳам ички, ҳам ташқи иқтисодий шароитларнинг ёмонлашуви ҳамда талаб ва тақлиф тебранишларининг бир пайтда содир бўлганлиги билан ўзига хос давр ҳисобланади.

Бунда, жаҳон иқтисодиётида ва мамлакатимизнинг ташқи савдо ҳамкорларида иқтисодий фаолликнинг кескин сусайиши, хомашё нархларининг тушиб кетиши ва молия бозорлардаги беқарорлик фониди иқтисодий пасайиш тенденциялари кузатилмоқда.

Пандемиянинг давом этаётганлиги ва унга қарши кўрилаётган чоралар иқтисодиётларга турли даражада тебраниш ва таъсир кўрсатаётганлиги, иқтисодий истиқболларни баҳолаш ва макроиқтисодий кўрсаткичларни прогнозлаштиришни маълум жиҳатдан қийинлаштирмоқда.

Мазкур ноаниқликлар даражаси ва таъсир каналлари хусусиятларини инобатга олиб, **макроиқтисодий ривожланиш прогнозлари 3 хил** – асосий, тезкор иқтисодий тикланишга (оптимистик) ва ташқи иқтисодий хатарлар кучайишига (хатарли) асосланган муқобил сценарийлар асосида ишлаб чиқилди.

Шу нуқтаи назардан, макроиқтисодий ривожланиш сценарийларини ишлаб чиқишда, биринчи навбатда, коронавирус пандемиясининг иқтисодиётимизга ҳамда ташқи савдо ҳамкорлар иқтисодиёти ва асосий экспорт товарларимиз нархларига таъсирлари, шунингдек, потенциал ишлаб чиқариш даражасининг ўзгаришларини инобатга олишга ҳаракат қилинди.

Макроиқтисодий ривожланишнинг **асосий сценарийсида** пандемия билан боғлиқ вазият босқичма-босқич яхшиланиб бориши бўйича кутилмалар, аҳоли ва бизнес вакиллари ўз фаолиятларини пандемия ва ундан кейинги шароитларга мослашган ҳолда давом эттиришлари асосий шартлардан қилиб олинган ҳамда ташқи савдо ҳамкорлар иқтисодиётининг бир маромда тикланиши ҳисобига ташқи талаб 2022 йил иккинчи ярим йиллигидан инқироздан олдинги даражасига етади.

Мазкур сценарий доирасидаги ҳисоб-китобларга кўра мамлакатимизда иқтисодий фаоллик ва ялпи талаб 2021 йил охирида инқироздан олдинги кўрсаткичларга яқинлашади, 2023 йилнинг биринчи ярим йиллигига келиб эса иқтисодиёт ўзининг потенциали<sup>1</sup> даражасигача тикланади. Бюджет даромадлари тикланиб бориб, 2023 йилда йиғма бюджет дефицити (ЎТТЖ ҳисобга олмаганда) 2,5 фоизгача пасайиши прогноз қилинмоқда. Таркибий ислохотлар давом эттирилиб, тартибга солинадиган нархлар эркинлаштирилиши жараёни 2022-2023 йилларда амалга оширилиши кўзда тутилмоқда.

Асосий сценарийга мувофиқ, пул-кредит сиёсатининг жорий **“нисбатан қатъий”** шароитлари 2021 йил охирига қадар сақланиб қолинади. Айни пайтда, 2022-2023 йилларда тартибга солинадиган нархлар ўзгариши, инфляция даражаси ва прогнозлар траекториясидан келиб чиқиб пул-кредит сиёсати шароитларига тузатишлар киритилади.

Макроиқтисодий ривожланишнинг **иқтисодиётни тез тикланишига асосланган муқобил (оптимистик) сценарийсида** пандемия билан боғлиқ вазиятнинг нисбатан тез суръатларда яхшиланиши, келгусида карантин чораларининг жорий этилмаслиги ҳамда жаҳонда вирусга қарши вакцина ва дорилар 2021 йилнинг иккинчи ярмидан кенг татбиқ қилиниши шароитларини ўз ичига олади.

<sup>1</sup> **Потенциал ишлаб чиқариш** – бу мавжуд ресурслар ва ишлаб чиқариш омилларидан самарали фойдаланиш, ишсизликнинг табиий даражаси ва инфляциянинг мақбул даражаси шароитида иқтисодиёт узоқ муддатли истиқболда ишлаб чиқаришга қодир бўлган товар ва хизматларнинг максимал ҳажми.

Ушбу сценарийда асосий савдо ҳамкорлар иқтисодиётининг бир маромда тикланиши ҳисобига ташқи талаб 2021 йил иккинчи ярим йиллигида инқироздан олдинги даражасига етиши ва жаҳон иқтисодиёти тикланиб боргани сари олтин нархи пасайиб бориши прогноз қилинмоқда.

Ушбу сценарий шароитларида ички иқтисодий фаоллик ва ялпи талаб 2021 йил ўртасида инқироздан олдинги даражага яқинлашиши, иқтисодиёт ўзининг потенциалига 2022 йилнинг охирида етиши кутилмоқда. Бунда, асосий сценарийдан фарқли равишда транспорт, хизматлар ва туризм соҳаларида ҳам ўсиш суръатлари жонланади.

Иқтисодий фаолликнинг тикланишига мос равишда давлат бюджети даромадлари нисбатан тезкор суръатларда ўсиб бориши ва йиғма бюджет дефицитининг 2022 йилда 2 фоизгача қисқариб бориши прогноз қилинмоқда. Айти пайтда, тартибга солинадиган нархлар эркинлаштирилиши жараёнининг 2022-2023 йилларда мантиқий якунига етказилиши ва ушбу соҳаларга тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар жалб қилиниши иқтисодий ўсишнинг асосий омилларидан қилиб олинган.

Оптимистик сценарийда белгиланган шартлар рўй берган тақдирда, пул-кредит сиёсатининг амалдаги **“нисбатан қатъий”** шароитлари сақлаб қолинади. Бунда, 2021-2022 йилларда инфляция даражаси асосий сценарийга қараганда бироз пастроқ даражада шаклланади. Бу эса, ўз навбатида, пул-кредит сиёсати шароитларига жиддий ўзгаришлар киритмасдан инфляциянинг мақсадли кўрсаткичларига эришиш имконини яратади.

Макроиқтисодий ривожланишнинг **ташқи иқтисодий хатарлар кучайишига асосланган муқобил (хатарли) сценарийсида**, жаҳонда пандемия билан боғлиқ вазиятнинг кескинлашиб бориши ва **“глобал ёпилиш”** 2021-2022 йилларда ҳам давом этиши эҳтимолларини кўзда тутади.

Ташқи савдо ҳамкорлар иқтисодиётининг секин суръатларда тикланиши, ташқи талаб даражасининг фақатгина 2023 йил иккинчи чорагига келиб инқироздан олдинги даражасига етиши ва хавфсиз актив сифатида олтин нархида ўсувчи динамикани сақланиб қолиши прогноз қилинмоқда.

Хатарли сценарийда ички иқтисодий фаоллик ва ялпи талаб фақатгина 2022 йилнинг охирига келиб инқироздан олдинги даражага яқинлашиши, иқтисодиёт ўзининг потенциали даражасига 2023 йил охирига бориб етиши



ва бюджет харажатлари юқорилигича сақланиб қолиши шароитида йиғма бюджет дефицити 6-7 фоиз атрофида шаклланиши прогноз қилинмоқда.

Мазкур сценарий шартлари юз берган тақдирда тартибга солинадиган нархлар эркинлаштирилиши жараёни 2023 йилга қолдирилиш эҳтимоллари ошади.

Ушбу сценарийда талаб омиллари томонидан инфляцияга босим пасаяди, инфляциянинг прогноз траекториясидан пасайиш томонга оғиши пул-кредит шароитларини **бироз юмшатиш** имкониятини яратади. Шу билан бирга, 2020 йилда бўлгани каби, иқтисодий қўллаб-қувватлаш ва нархлар барқарорлигига эришиш мақсадлари ўртасидаги мувозанатни таъминлаш учун пул-кредити сиёсати инструментлари қўлланиб борилади.

Ўз навбатида, учала сценарий доирасида ривожланиш тенденциялари ва кутилаётган ўзгаришлардан келиб чиқиб, 2021-2023 йиллар даврида амалга ошириладиган пул-кредит шароитлари белгиланади ва сценарийларга муносиб келадиган пул-кредит инструментлар тўпламидан фойдаланилади. Бунда, ҳар бир сценарийнинг хусусиятлари, инфляцион характери ва омилларининг шаклланиши нуқтаи назаридан баҳоланади ва шунга мос жавоб чоралар тизими ишлаб чиқилади.

Таъкидлаш лозимки, учала сценарий шароитида ҳам Марказий банк **инфляциянинг 2023 йил охирида 5 фоизлик таргет** доирасида бўлиши ҳамда банк ва тўлов тизимлари барқарорлигини таъминлаш бўйича доимий мақсадлари ўзгаришсиз қолади.

Операцион механизмни такомиллаштириш борасида 2 кундан 13 кунгача бўлган “тўғрилаш операциялари”ни банк тизимида ликвидликни бошқаришнинг мослашувчанлигини ошириш мақсадида жорий этиш режалаштирилган.

Бундан ташқари, банклараро пул бозоридаги ликвидликни самарали қайта тақсимланишини таъминлаш ва Марказий банкнинг ушбу бозордаги ролини босқичма-босқич пасайтириб бориш кўзда тутилмоқда.

Келгусида Марказий банк облигациялари муддатларини қисқартирган ҳолда 3-6 ойлик даврга чиқариш режалаштирилган. Бунда, облигациялар чиқарилишининг шаффофлигини янада ошириш, ҳар чорак бошида уларнинг жадвалларини эълон қилиб бориш ва банк тизимидаги ликвидлик ҳолатидан келиб чиқиб облигация ҳажмларини олдиндан белгилаш механизмлари ишлаб чиқилади.

Ички валюта бозорини янада такомиллаштиришда валюта курсининг ички ва ташқи омилларга мослашувчанлигини ошириш, бозор иштирокчиларининг алмашув курсини белгилашдаги ролини ошириб бориш кўзда тутилган.

Янги коммуникацион сиёсатни амалга оширишда инфляциянинг мақсадли кўрсаткичлари, пул-кредит соҳасида қабул қилинаётган қарорларнинг моҳияти ва операцион механизмни ривожлантириш борасида амалга оширилаётган ишлар тўғрисида маълумотлар кенг жамоатчиликка мунтазам равишда эълон қилиб борилади.

Таъкидлаш жоизки, учала сценарийни ишлаб чиқишда ўрта муддатли истиқболда макроиқтисодий барқарорликни таъминлаш ва юқори иқтисодий ўсиш суръатларига эришишнинг асосий шарти сифатида **таркибий ислохотларнинг самарали олиб борилиши, трансформация жараёнларини ҳамда ички ва ташқи хусусий инвестицияларни жалб этилишини жадаллаштирилиши** каби омиллар олинган.

Бу, ўз навбатида, давлат корхоналарини ислоҳ қилиш, иқтисодиётда рақобат муҳитини ривожлантириш, бизнес юритиш учун қулай институционал шароитлар яратиш ва ялпи унумдорликни оширишга қаратилган чора-тадбирларнинг самарадорлиги ва амалий аҳамиятининг оширилиши билан чамбарчас боғлиқ.

Бунда, амалга ошириладиган таркибий ислохотлар ва макроиқтисодий сиёсат соҳасида кўриладиган чораларни **инфляциянинг мақсадли кўрсаткичлари билан уйғунлигини таъминлаш** вазифаси Марказий банкнинг диққат марказида бўлади.

## I. 2020-2023 ЙИЛЛАРДАГИ МАКРОИҚТИСОДИЙ РИВОЖЛАНИШ СЦЕНАРИЙЛАРИ ВА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИ

### 1.1. 2020 йилда кузатилаётган макроиқтисодий жараёнлар

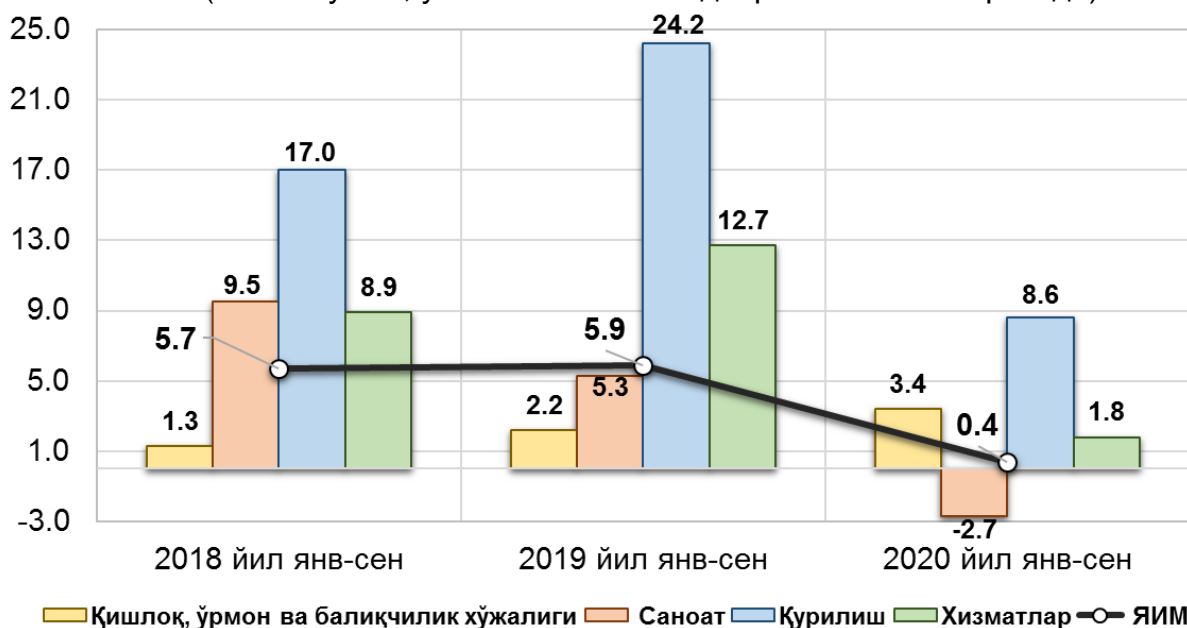
Коронавирус пандемияси таъсирида бошланган глобал иқтисодий инқирознинг ўзига хослиги, бир вақтнинг ўзида ички ва ташқи иқтисодий шароитларнинг ёмонлашуви, шунингдек, ялпи талаб ва ялпи тақлиф шокларининг бир пайтда юзага келганлиги билан изоҳланади.

2020 йил II чорагидан бошлаб жаҳон иқтисодиётида, шу жумладан, асосий савдо ҳамкорларимизда иқтисодий фаолликнинг кескин секинлашиши, хомашё нархларининг тушиб кетиши фонида иқтисодий пасайиш тенденцияси кузатила бошланди.

Йилнинг I чорагида иқтисодиётимизда ижобий ўсиш суръатлари кузатилган бўлса, март ойининг иккинчи ярмидан бошлаб коронавирус инфекциясининг тарқалиши ва унга қарши курашиш борасида жорий этилган қатъий карантин чекловлари таъсирида ички иқтисодий фаолликнинг пасайиши, шунингдек, асосий савдо ҳамкорларимиздаги иқтисодий пасайиш ва транспорт-логистика соҳасидаги узилишлар сабабли экспорт товарларимизга бўлган ташқи талабнинг қисқариши кузатилди.

Дастлабки ҳисоб-китобларга кўра 2020 йилнинг январь-сентябрь ойларида ялпи ички маҳсулотнинг ижобий ўсиш суръати сақлаб қолинди ва ўтган йилнинг мос даврига нисбатан **0,4 фоизни** ташкил этди (1-расм).

1-расм. ЯИМ ва иқтисодиёт тармоқлари динамикаси  
(йиллик ўсиш, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан фоизда)



Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари.

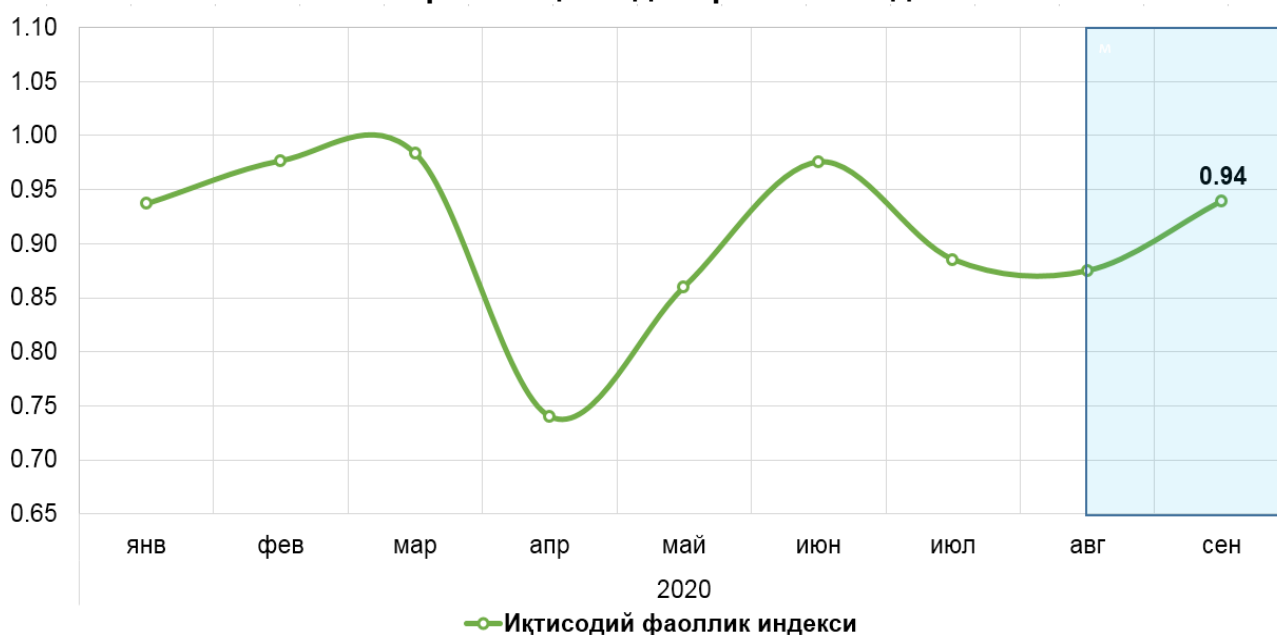
Ушбу кўрсаткич 2018 ва 2019 йилларнинг январь-сентябрида мос равишда 5,7 фоиз ва 5,9 фоизни ташкил этган.

Бунда, 2020 йилнинг январь-сентябрь ойида, ЯИМнинг ижобий ўсиш суръатларини сақланиб қолинишига қурилиш ишлари ҳажмининг **8,6** фоизга ўсганлиги асосий ҳисса қўшди. Ушбу даврда саноат маҳсулотлари ишлаб чиқариш ҳажмида **2,7** фоизгача пасайиш кузатилди (2019 йилнинг мос даврида 5,3 фоизга ўсган).

Пандемия таъсирида истеъмол ва инвестицион талабнинг пасайиши, асосан, иқтисодиётнинг хизмат кўрсатиш ва айрим истеъмол товарлари ишлаб чиқариш соҳаларига, хусусан, туризм, савдо ва умумий овқатланиш, транспорт соҳаларига салбий таъсир кўрсатди.

Ўз навбатида, пандемия оқибатларини юмшатиш, коронавирус тарқалишининг олдини олиш, иқтисодий фаолликни тиклаш, аҳоли ва бизнес субъектларини қўллаб-қувватлаш борасида фискал ва монетар сиёсатда кўрилган чоралар иқтисодий вазиятни юмшатувчи асосий омиллардан бўлди. Шунингдек, ушбу даврда пул-кредит сиёсати чоралари банк тизими ва макроиқтисодий барқарорликни таъминлашга қаратилди.

2-расм. Иқтисодий фаоллик индекси<sup>2</sup>



*Манба:* Марказий банк маълумотлари.

<sup>2</sup> **Иқтисодий фаоллик индекси** – Марказий банк томонидан ҳисобот ойи якуни бўйича 4 та кўрсаткичларни (банкларро тўлов тизими орқали амалга оширилган жами транзакциялар сони, Республика товар хомашё биржасида ўтказилган савдолар умумий ҳажми, савдо ва пуллик хизматлардан нақд пул тушумлари ҳамда тўлов терминаллари орқали банкларга тушумлар) тегишли вазнлари бўйича умумлаштирилган ҳолда, ўтган ойга нисбатан ўзгаришлари асосида ҳисоблаб чиқилади. Марказий банк ушбу кўрсаткичлардан асосий макроиқтисодий кўрсаткичлар эълон қилингунга қадар, иқтисодий фаолликни ифодаловчи индикатор сифатида фойдаланади.

Жорий йилнинг 9 ойида давлат бюджети даромадлари 94,5 трлн. сўмни ташкил этган бўлса, харажатлари 102,2 трлн. сўмни ташкил этди. Молия вазирлигининг дастлабки ҳисоб-китобларига кўра, 2020 йил якуни бўйича **умумий фискал дефицит** ЯИМга нисбатан **7,0-7,3** фоизни ташкил этиши прогноз қилинмоқда.

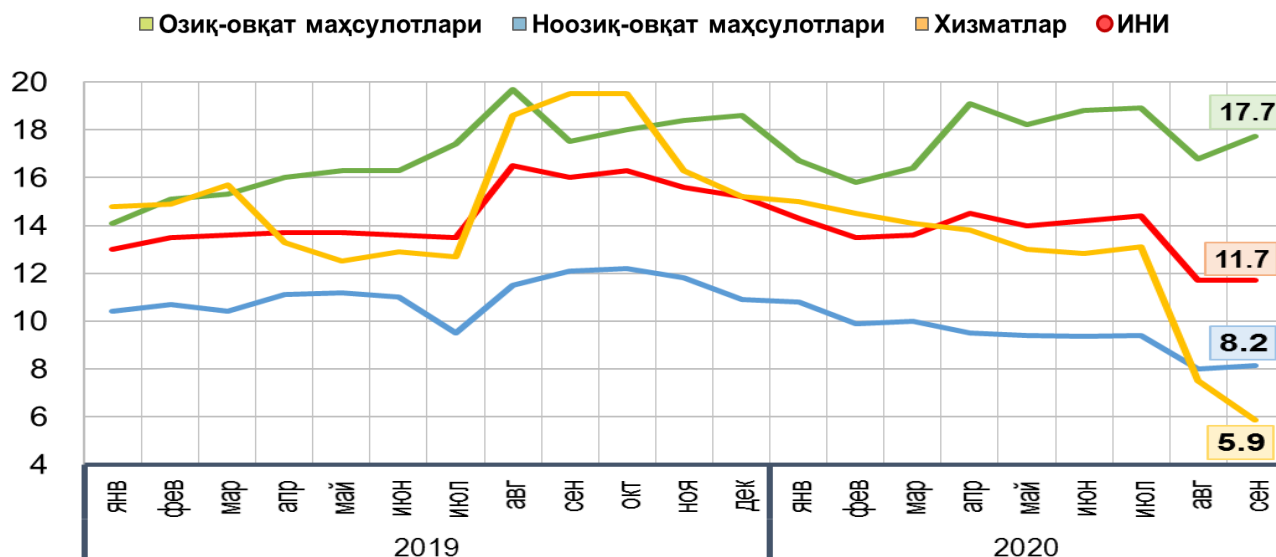
2020 йилнинг май ва июнь ойларида бўлгани каби, август ойининг иккинчи ярмидан карантин чекловларининг юмшатилиши ва кўрилган чоралар натижасида иқтисодий фаолликнинг босқичма-босқич тикланиб бориши кузатилди (2-расм).

Амалга оширилаётган чора-тадбирлар ҳамда иқтисодиёт тармоқларда кутилаётган ўсиш тенденциялари ва 2019 йилнинг IV чорагида олдинги чоракларга нисбатан иқтисодий ўсиш суръатларининг пастроқ бўлганлигини ҳисобга олган ҳолда 2020 йил якуни бўйича ЯИМ ўсиш суръатининг **1-1,5** фоиз атрофида бўлиши кутилмоқда.

2020 йилнинг 9 ойида инфляция даражасини оширувчи асосий омиллардан бири – озиқ-овқат маҳсулотлари нархларининг апрель ойдан бошлаб сезиларли даражада ошганлиги бўлди. Шунингдек, ушбу даврда ноозиқ-овқат маҳсулотлари ва хизматлар нархлари динамикасида пасайиш кузатилди (3-расм).

### 3-расм. Инфляция ва унинг асосий компонентлари

(йиллик ўсиш, фоизда)



Манба: Давлат статистика қўмитаси маълумотлари.

2020 йил охирига қадар инфляция даражасини кескин оширувчи омилларнинг кутилмаётганлиги, 2019 йилги тартибга солинадиган нархлар оширилиши таъсирларининг тугаб бориши ва бошқа ички шароитларни инобатга олиб, йиллик инфляция даражаси Марказий банкнинг прогноз коридори – **11,0-12,5** фоиз доирасида бўлиши кутилмоқда.

Йил бошидан бошлаб **ташқи иқтисодий шароитларда** ҳам сезиларли ўзгаришлар кузатилди. Хусусан, асосий савдо ҳамкор давлатларимиздаги иқтисодий фаолликнинг пасайиши натижасида мамлакатимиз айрим экспорт товарларига ташқи талаб кескин камайди.

Натижада, 2020 йилнинг январь-сентябрь ойларида **экспорт** ҳажми ўтган йилнинг мос даврига нисбатан **6** фоизга, **импорт** ҳажми эса **16,5** фоизга камайди. Дастлабки ҳисоб-китобларга кўра, 2020 йилнинг 9 ойи учун тўлов балансининг жорий операциялар ҳисоби дефицити ўтган йилнинг 9 ойига нисбатан **63 фоизга** камайиб, **663 млн.** долларни ташкил қилди. Марказий банк прогнозларига кўра, йил якунигача экспорт ва импорт ҳажмларининг ўзгариш суръатлари манфий даражада сақланиб қолиши, экспорт ҳажмини ўтган йилга нисбатан **10-14** фоизга, импорт ҳажмини эса **8-12** фоизга камайиши прогноз қилинмоқда.

Шунингдек, мамлакатимизга трансчегаравий пул ўтказмалар ҳажми 2020 йилнинг март-май ойларида 2019 йилнинг мос даврига нисбатан сезиларли даражада пасайган бўлса, июнь ойидан бошлаб ўсиш трендини намоён этиб, ўтган йилнинг мос даврига яқин ҳажмларда шаклланди. Жорий йилнинг 9 ойи якуни бўйича жами пул ўтказмалари ҳажми **4,3 млрд.** долларни ташкил этиб, ўтган йилнинг мос даврига нисбатан **4 фоизга** пасайди. Ушбу тенденциялар сақланиб қолган ҳолатда, пул ўтказмалари ҳажми 2020 йил якуни бўйича ўтган йилга нисбатан **6-7 фоизга** қисқариши кутилмоқда.

Жаҳондаги иқтисодий ноаниқликлар ва молия бозорларидаги кескин тебранишлар ҳисобига **олтин нархи** 2020 бошидаги ўртача 1511 доллардан (1 троя унцияси учун) 1 октябрь ҳолатига 1883 долларгача етиб, 25 фоизга ўсди. Олтин нархининг бундай кўтарилиши бюджет даромадлари ва ишлаб чиқарувчиларни инвестицион фаолиятини қўллаб-қувватловчи омил бўлмоқда. Хусусан, тоғ-кон саноати корхоналарининг 2020 йил январь-сентябрь ойларидаги ўртача пул тушумлари ҳажми 2019 йилнинг мос даврига нисбатан қарийб **50 фоизга**, бюджетга тўловлари миқдори **53 фоизга** ва ўз ихтиёридаги даромадлари эса **43 фоизга** ўсди.

Дунёдаги коронавирус билан боғлиқ вазият мураккаблигича қолаётган шароитда жорий йил якунига қадар олтин нархи 1 троя унцияси учун **1900-2000** доллар атрофида шаклланиши прогноз қилинмоқда.

Халқаро валюта жамғармасининг янгиланган прогнозларига кўра, 2020 йил якуни бўйича дунёнинг деярли барча давлатларида иқтисодий ўсиш потенциал даражасидан паст бўлади.

Жумладан, Ўзбекистоннинг асосий савдо ҳамкорлари Россия, Хитой, Қозоғистон ва Туркия давлатларининг барчасида 2020 йилда иқтисодий пасайиш прогноз қилинмоқда. Бу, ўз навбатида, мамлакатимиз учун ташқи шароитларнинг йил охиригача жорий даражада сақланиб қолиши эҳтимолларини оширади.

**1-жадвал. Асосий савдо-ҳамкор давлатларнинг макроиқтисодий кўрсаткичлари прогнози (йиллик ўсиш, фоизда)**

	2019	2020	2021
<b>Жаҳон иқтисодиёти</b>			
ЯИМнинг реал ўсиши	2,8	-4,4	5,2
Ривожланаётган давлатлар	3,7	-3,3	6,0
Ривожланган давлатлар	1,7	-5,8	3,9
<b>Россия</b>			
ЯИМнинг реал ўсиши	1,3	-4,1	2,8
Инфляция даражаси	4,5	3,2	3,2
Жорий операциялар ҳисоби	3,8	1,2	1,8
<b>Хитой</b>			
ЯИМнинг реал ўсиши	6,1	1,9	8,2
Инфляция даражаси	2,9	2,9	2,7
Жорий операциялар ҳисоби	1,0	1,3	0,7
<b>Қозоғистон</b>			
ЯИМнинг реал ўсиши	4,5	-2,7	3,0
Инфляция даражаси	5,2	6,9	6,2
Жорий операциялар ҳисоби	-3,6	-3,3	-2,8
<b>Туркия</b>			
ЯИМнинг реал ўсиши	0,9	-5,0	5,0
Инфляция даражаси	15,2	11,9	11,9
Жорий операциялар ҳисоби	1,2	-3,7	-0,9

*Манба: Жаҳон иқтисодий истиқболлари, ХВЖ, 2020 йил октябрь.*

**Банк тизимида пандемиянинг иқтисодий таъсирини камайтириш ва иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлаш бўйича амалга оширилган ишлар**

Пандемия даврида иқтисодий қўллаб-қувватлашда фискал сиёсат (фискал рағбатлантириш) асосий ўрин тутди. Айти пайтда, Марказий банк томонидан банк тизимида амалга оширилган қуйидаги чора-тадбирлар ҳам макроиқтисодий барқарорликни таъминлашга хизмат қилди:

**1. Аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари учун кредит тўловлари муддатининг узайтириб берилиши.** Карантин чоралари жорий этилган дастлабки кунлардан Марказий банк томонидан тижорат банкларига аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг кредит тўловлари муддатини узайтириб бериш ва шу орқали карантин даврида даромадлари қисқарган ва пул тушумлари камайган аҳоли ва бизнес субъектларини қўллаб-қувватлаш бўйича тавсиялар берилди.

Натижада, иқтисодий субъектларининг жами 26,5 трлн. сўмлик (шундан 5,2 трлн. сўмлик жисмоний шахслар ва 21,3 трлн. сўмлик юридик шахслар) кредит тўловлари муддати 2020 йил 1 октябрга қадар узайтириб берилди. Шунингдек, тижорат банкларига мазкур кредитларни таснифлашда кредит сифатини ўзгартирмаслик ва захира шакллантирмаслик имконияти берилди.

**2. Кредит тўловлари муддатининг узайтириб берилиши** банк тизими ликвидлигига сезиларли таъсир этишини ҳисобга олиб **банк тизими ликвидлигини ва тўлов тизими барқарорлигини таъминлаш** борасида ҳам тегишли чоралар кўрилди.

Хусусан, 2020 йил 24 февралдан банк тизими ликвидлигини тартибга солиш мақсадида жорий этилган қисқа муддатли пул-кредит сиёсати инструментлари пандемия шароитида ўзининг ижобий самарасини берди ҳамда банкларга РЕПО ва валютавий своп операциялари орқали доимий равишда ликвидлик тақдим этилиб, инқироз шароитида ҳам тўловлар узлуксизлигини таъминлашга эришилди.

Шунингдек, мазкур даврда мажбурий захираларни ўртачалаш коэффициенти 2 маротаба – апрель ойида 25 фоиздан 35 фоизгача ва июнь ойида 35 фоиздан 75 фоизгача оширилди ва натижада, тижорат банкларига жами 2,8 трлн. сўмлик ликвидлик қайтариб берилди.

Бундан ташқари, Марказий банк Бошқарувининг 2020 йил 11 июндаги қарори билан банкларга ликвидлик беришнинг 2 та янги инструменти жорий этилди:

**а) махсус инструментлар механизми** - тижорат банкларига 3-6 ойлик муддатга ипотека кредитлари гарови остида кредит ажратиш механизми бўлиб, инқироз шароитида банк тизимини узоқроқ муддатли ликвидлик билан қўллаб-қувватлаш мақсадида 2020 йил якунига қадар вақтинчалик жорий этилди.

**б) қайта тикланувчи кредит линиялари** - тижорат банкларининг миллий валютадаги юқори ликвидли активларнинг жами миллий валютадаги активлардаги улуши 3 фоиздан кам бўлган, шунингдек, банкларнинг тўлов қобилияти йўқолган ҳолларда 12 ой муддатга кредит линияси очиш орқали тижорат банкларига Марказий банкдан пул маблағларини жалб қилиш имконияти яратилди.



Айни пайтда, банк тизими ликвидлигининг барқарор даражада шаклланиши ва бошқа пул-кредит сиёсати инструментларининг самарали қўлланилиши сабабли бугунги кунга қадар мазкур инструментларга талаб бўлмади.

**3. Иқтисодиётда инфляцияни пасайтириш ва иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлаш** мақсадлари ўртасидаги мувозанатни таъминлаш вазифаларидан келиб чиқиб, Марказий банк пандемиянинг макроиқтисодий ҳолатга, шу жумладан, ялпи талаб ва таклифга таъсиридан ҳамда инфляциянинг жорий ва прогноз динамикасидан келиб чиқиб асосий ставкани пасайтириб борди.

Хусусан, Марказий банк Бошқарувининг 2020 йил 14 апрелдаги қарори билан асосий ставка 1 фоиз бандга пасайтирилиб, йиллик 15 фоиз даражасида 10 сентябрдаги қарори билан яна 1 фоиз бандга пасайтирилиб, йиллик 14 фоиз даражасида белгиланди.

**4. Масофавий банк хизматларини янада ривожлантириш ва кенгайтириш.** Март ойининг иккинчи ярмидан бошлаб қатъий карантин чораларининг жорий этилиши, транспорт воситалари, шу жумладан, жамоат транспорти қатновининг чекланиши аҳолининг банкларга бориши ва улар хизматидан фойдаланишида қийинчиликларни юзага келтирди.

Айнан шу сабабли, карантиннинг дастлабки кунларидан бошлаб барча тижорат банклари масофавий банк хизматларини янада ривожлантириш, мобил иловаларини такомиллаштириш, онлайн депозит, кредит ва тўлов хизматларини фаоллаштириш ва банк биносига келмасдан барча турдаги банк хизматларини мижозларга етказиб бериш имкониятларини кенгайтиришга эътибор қаратди. Натижада, қисқа муддат ичида онлайн банк хизматларидан фойдаланувчилар сони сезиларли даражада ошди.

### Асосий озиқ-овқат маҳсулотларининг жаҳон бозоридаги нархлари динамикаси ва прогнозлари

Жаҳон банки, БМТнинг Озиқ-овқат ва қишлоқ хўжалиги ташкилоти (ФАО), АҚШ қишлоқ хўжалиги департаменти ва бошқа хорижий етакчи илмий-тадқиқот марказлари томонидан жаҳон бозоридаги асосий озиқ-овқат маҳсулотлари нархлари динамикаси, ишлаб чиқариш ҳажмлари ва захиралари доимий равишда ўрганиб борилади. 2020 йилнинг январь-октябрь ойларида асосий истеъмол товарлари нархлари ўзгарувчан тенденцияга эга бўлди. Бу асосан дунё бўйича гўшт, шакар, ёғ, буғдой ва гуруч маҳсулотларини ишлаб чиқариш ҳажми ва умумий талабнинг ўзгарувчанлиги ҳисобига шаклланди.

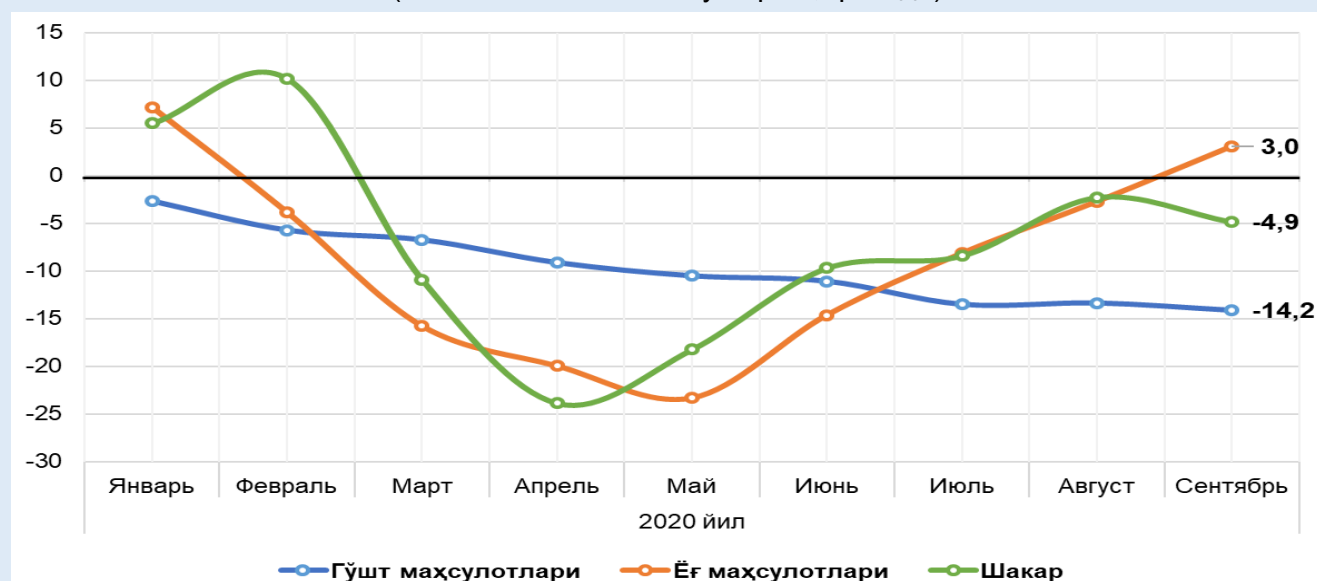
#### Гўшт маҳсулотлари

ФАО ва Жаҳон банки маълумотларига кўра, 2020 йилнинг сентябрь ойида гўшт маҳсулотларининг нархлари умумий индекси август ойига нисбатан 0,9 фоизга, йил бошига нисбатан эса 14,2 фоизга пасайган. Бунда, 1 кг мол гўштининг жаҳон бозоридаги ўртача нархи 4,6 долларни, хусусан, Беларуссияда – 3,4 доллар, Росияда – 3,7 доллар ва Қозоғистонда – 4,5 долларни ташкил қилди.

2020 йилнинг бошидан карантин чораларининг кучайтирилиши билан хизматлар, хусусан, умумий овқатланиш соҳасида иқтисодий фаоллик пасайиши ҳисобига аксарият давлатларда гўшт импортига талабнинг камайиши ушбу маҳсулотлар нархларини пасайтирувчи омил бўлди.

АҚШнинг қишлоқ хўжалиги департаменти таҳлилларига кўра, 2021 йилда Аргентина ва Австралияда гўшт маҳсулотларини ишлаб чиқариш ҳажмлари пасаяди. Бироқ, Канада, АҚШ, Бразилия ва Ҳиндистон давлатларида гўшт ишлаб чиқариш сезиларли даражада ошиши кутилмоқда. Умуман олганда, 2021 йилда жаҳонда гўшт ишлаб чиқариш ҳажми 2 фоиз, экспорт эса 3 фоизга ўсиши прогноз қилинмоқда.

1-расм. Гўшт, ёғ ва шакар маҳсулотлари нархларининг динамикаси (йил бошига нисбатан ўзгариш, фоизда)



**Манба:** Жаҳон банки ва БМТнинг Озиқ-овқат ва қишлоқ хўжалиги ташкилоти (ФАО) маълумотлари, октябрь 2020.

## Шакар маҳсулотлари

ФАО бўйича шакар нархи индекси 2020 йил сентябрь ойида август ойига нисбатан 2,6 фоизга, йил бошидан 4,9 фоизга пасайиб, жаҳон бозорида шакарнинг ўртача нархи 1 кг учун 0,39 долларни ташкил этди. Нархнинг бундай пасайиши шакар экспорт қилувчи асосий давлатлар – Ҳиндистон ва Бразилияда ишлаб чиқариш хажмларининг ўсиши билан изоҳланади.

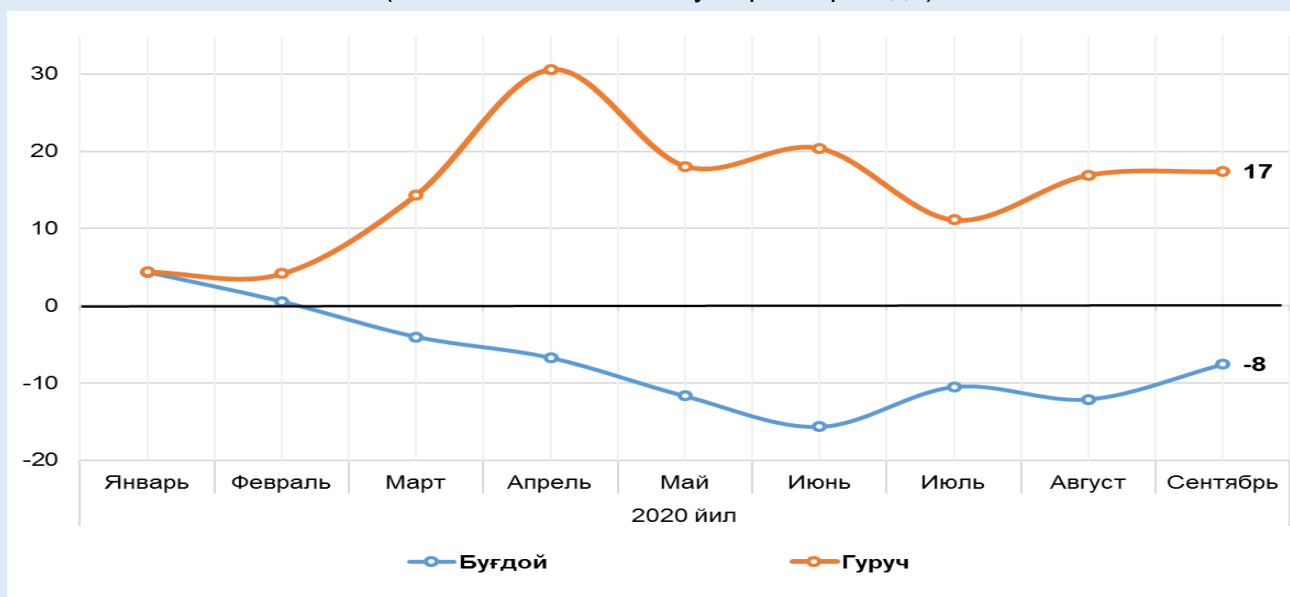
Халқаро шакар ташкилотининг (International Sugar Organization) прогнозларига кўра, 2021 йилда шакар ишлаб чиқариш хажми 2020 йилга нисбатан 4,5 фоизга кўпайиши ва келгусида жаҳон бозорларида шакар нархига нисбатан босим юзага келмаслиги кутилмоқда.

## Ёғ маҳсулотлари

Ёғ маҳсулотлари бўйича ФАО индекси 2020 йилнинг январь-апрель ойларида 20 фоизга пасайган бўлса, май-сентябрь ойларида яна 29 фоизга ўсди. Бунда, ёғ маҳсулотлари нархининг ўсиши асосий ёғ хом ашёсини ишлаб чиқарувчи ва экспорт қилувчи давлатларда қурғоқчилик бўлганлиги натижасида кунгабоқар ишлаб чиқариш хажмларини камайганлиги билан боғлиқ.

АҚШнинг қишлоқ хўжалиги департаменти томонидан 2021 йилда йиллик кунгабоқар маҳсулотлари ишлаб чиқариш прогнози 2,5 млн. тоннага пасайтирилди (51,5 млн. тонна). Аргентина ва Қора денгиз бўйи давлатларида ҳам кунгабоқар ҳосилининг пасайиши кутиляпти. Бунда, 2021 йилда кунгабоқар ишлаб чиқариш ҳажмлари Украинада - 700 минг тонна, Россияда - 500 минг тонна, Руминия ва Болгария давлатларида жами 250 минг тоннага камайиши башорат қилинмоқда.

**2-расм. Гуруч ва бугдой маҳсулотлари нархларининг динамикаси**  
(йил бошига нисбатан ўзгариш, фоизда)



*Манба: Жаҳон банки маълумотлари, октябрь 2020*

## Бугдой ва ун маҳсулотлари

Бугдойнинг ўртача нархи 2020 йил бошида пасаявчи, июнь ойдан бошлаб эса ўсувчи динамикага эга бўлди. Жаҳон банки маълумотларига кўра, сентябрь ойида нархлар йил бошига нисбатан 8 фоизга арзонлашган.

Дон маҳсулотларини экспорт қилувчи асосий савдо ҳамкор давлатлар Россияда 2020 йилда дон маҳсулотлари етиштириш ҳажми ўтган йилга нисбатан 1,3 млн. тоннага ошиб 122,5 млн. тоннани, Қозоғистонда эса 2,6 млн. тоннага ошиб 20 млн. тоннани ташкил этди.

2021 йилда жаҳон буғдойининг ҳосили йиллик 2,6 млн. тоннага кўпроқ бўлиши кутилмоқда. Бунда, буғдой ҳосили Аргентина (0,5 млн. тонна), Канада (1 млн. тонна) ва Украина (1,5 млн. тонна) давлатларида камайишига қарамай, Европа Иттифоқи (0,6 млн. тонна) ва Россия (5 млн. тонна) кўпроқ бўлиши прогноз қилинмоқда. Қора денгиз бўйи давлатларида, хусусан, Украинада ҳосилнинг камайишига узоқ вақт давом этган қуруқ об-ҳаво сабаб бўлган бўлса, Россия ва Қозоғистонда об-ҳавонинг қулай келиши буғдой ҳосилининг юқори бўлишида асосий омиллардан бўлди.

### **Гуруч маҳсулотлари**

2020 йилнинг февраль-апрель ойларида гуруч нархлари мавсумий характерга эга бўлиб, сезиларли даражада қимматлашганлиги кўрсатди. Жаҳон банки маълумотларга кўра, 2020 йил январь ойи бошларида 1 кг гуруч нархи 0,43 долларни ташкил этган бўлса, апрель ойига келиб 31 фоизга ошиб 0,56 долларни ташкил этди. Сентябрь ойида, асосий гуруч экспорт қилувчи давлатларда янги ҳосил йиғиш ишларининг бошланиши билан нархлар арзонлаша бошлади ва нархлар 0,51 долларгача пасайди (апрель ойига нисбатан 10,1 фоизга арзонлашган).

ФАО прогнозларга кўра, 2021 йилда жаҳон бўйича гуруч ишлаб чиқариш ҳажми 1,6 фоизга ўсиб 509 млн. тоннани ташкил этиши кутилмоқда. Бу келгуси йил гуруч нархининг нисбатан барқарор шаклланишига шароит яратади.

## 1.2. Макроиқтисодий ривожланиш сценарийлари

2020 йилда жаҳон иқтисодиёти ва мамлакатимизда пандемия ҳамда унга қарши кўрилаётган чоралар иқтисодиётга турли даражадаги тебраниш ва таъсирлар кўрсатди. Пандемиянинг давом этаётганлиги ва вируснинг тарқалиши фонида ташқи ва ички иқтисодий шароитларда **ноаниқликлар даражаси** янада ортмоқда.

Ушбу ноаниқликларнинг юқорилиги ва таъсир каналларининг турличалигини инобатга олиб, макроиқтисодий ривожланиш прогнозлари 3 хил – **асосий, тезкор иқтисодий тикланишга (оптимистик) ва ташқи иқтисодий хатарлар кучайишига (хатарли) асосланган муқобил сценарийларда** ишлаб чиқилди (2-жадвал).

**2-жадвал. Марказий банкнинг 2021-2023 йиллар учун макроиқтисодий прогнозлари бўйича сценарийлари**

Макроиқтисодий сценарийлар	Макроиқтисодий ривожланиш сценарийлари хусусиятлари ва кутилаётган ўзгаришлар
<b>Асосий сценарий</b>	Пандемия билан боғлиқ вазият босқичма-босқич яхшиланади, вирусга қарши вакцина ва дорилар 2022 йилдан бошлаб жорий қилинади, аҳоли ва бизнес вакиллари ўз фаолиятларини пандемия ва ундан кейинги шароитларга мослашган ҳолда давом эттирадилар.
	Асосий савдо ҳамкорлар иқтисодиётининг бир маромда тикланиши ҳисобига ташқи талаб 2022 йил иккинчи ярим йиллигидан бошлаб инқироздан олдинги даражасига етади.
	Олтин нархи нисбатан барқарор, секин суръатларда пасайиб боради.
	Ички иқтисодий фаоллик ва ялпи талаб 2021 йил охирида инқироздан олдинги даражага яқинлашади, 2023 йилнинг биринчи ярим йиллигига келиб иқтисодиёт ўзининг потенциал даражасига чиқади.
	Бюджет даромадлари тикланиб бориб, 2023 йилда йиғма бюджет дефицити (ЎТТЖ ҳисобга олинмаганда) 2 фоизгача пасаяди.
	Тартибга солинадиган нархлар эркинлаштирилиши жараёни 2022-2023 йилларда амалга оширилади.
<b>Тезкор иқтисодий тикланишга асосланган муқобил сценарий (оптимистик сценарий)</b>	Пандемия билан боғлиқ вазият тез суръатларда яхшиланади, карантин чоралари жорий этилмайди ҳамда вирусга қарши вакцина ва дорилар 2021 йилнинг иккинчи ярмидан кенг жорий қилинади.
	Асосий савдо ҳамкорлар иқтисодиётининг бир маромда тикланиши ҳисобига ташқи талаб 2021 йил иккинчи ярим йиллигида инқироздан олдинги даражасига етади.
	Жаҳон иқтисодиёти тикланиб боргани сари олтин нархи пасайиб боради.
	Иқтисодий фаоллик ва ялпи талаб 2021 йил ўртасида инқироздан олдинги даражага яқинлашади, иқтисодиёт ўзининг потенциалигача 2022 йилнинг охирида тикланади. Транспорт, хизматлар ва туризм соҳаларида ўсиш суръатлари жонланади.
	Бюджет даромадлари харажатларига нисбатан тезкор суръатларда ўсиб боради ва йиғма бюджет дефицити 2022 йилда 2 фоизгача қисқаради.
	Тартибга солинадиган нархлар эркинлаштирилиши жараёни 2022-2023 йилларда мантиқий якунига етказилади ва ушбу соҳаларга тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар жалб қилинишига шароит яратилади.

Ташқи иқтисодий хатарлар кучайишига асосланган <b>муқобил сценарий</b> (хатарли сценарий)	Жаҳонда пандемия билан боғлиқ вазият кескинлашиб боради ва глобал ёпилиш 2021-2022 йилда ҳам давом этади.
	Асосий савдо ҳамкорлар иқтисодиёти тикланиши секинлашади, ташқи талаб 2023 йил иккинчи чорагига келиб инқироздан олдинги даражасига етади.
	Хавфсиз актив сифатида олтин нархининг ўсувчи динамикаси сақланиб қолади
	Ички иқтисодий фаоллик ва ялпи талаб 2022 йил охирида инқироздан олдинги даражага яқинлашади, иқтисодиёт ўзининг потенциали даражасига 2023 йил охирида бориб етади.
	Бюджет харажатлари юқориликча сақланиб қолади ва йиғма бюджет дефицити 6-7 фоиз атрофида шаклланади.
	Тартибга солинадиган нархлар эркинлаштирилиши жараёни 2023 йилдан кейинги муддатларга қолдирилиш эҳтимоли ошади.

Ушбу макроиқтисодий ривожланиш сценарийларини ишлаб чиқишда, биринчи навбатда, коронавирус пандемиясининг иқтисодиётимизга, ташқи савдо ҳамкорлар иқтисодиётига ва асосий экспорт товарларимиз нархларига таъсирлари, шунингдек потенциал ишлаб чиқариш даражасининг ўзгариши инobatга олинди.

Ҳар бир сценарий доирасида ривожланиш тенденциялари ва кутилаётган ўзгаришлардан келиб чиқиб, 2021-2023 йиллар даврида амалга ошириладиган пул-кредит сиёсати йўналишлари белгиланади ва сценарийларга мос равишда пул-кредит шароитлари ҳам ўзгариб боради. Бунда, ҳар бир сценарий ўзига хос хусусиятлари, инфляция характери ва омилларининг шаклланиши нуқтаи назаридан баҳоланади ва шунга мос келувчи чоралар тизими ишлаб чиқилади.

Макроиқтисодий шароитларнинг қайси сценарий бўйича ривожланишидан қатъий назар Марказий банкнинг инфляцияни 2023 йил охирида 5 фоизлик таргет доирасида бўлиши ҳамда банк ва тўлов тизимлари барқарорлигини таъминлаш бўйича **доимий мақсадлари** ўзгаришсиз қолади.

Таъкидлаш жоизки, келгуси йилларда мамлакатимизда нархлар пасайишининг асосий омиллари иқтисодиёт тармоқларида **таркибий ўзгартиришлар** ва **трансформация жараёнларининг** самарали амалга оширилиши, монетар омиллар таъсирининг минималлаштирилиши, ички бозорлар ва импорт маҳсулотлари олиб киришда **эркин рақобат муҳитининг** таъминланиши, шунингдек, **бизнес юритиш** шароитларини яхшилашга қаратилган **институционал** ислоҳотларнинг амалга оширилиши ҳисобланади.

### 1.3. Асосий сценарий ва прогнозлар

**Макроиқтисодий ривожланишнинг асосий сценарийси 2021-2023 йилларда мамлакатимиз ва ташқи савдо ҳамкорларимизда иқтисодий ўсиш суръатларининг босқичма-босқич тикланиб бориши, пандемия билан боғлиқ вазиятнинг аста-секин яхшиланиши ҳамда манфий ишлаб чиқариш тафовутининг қисқариб бориши базасида ишлаб чиқилган.**

Жаҳондаги эпидемиологик вазиятнинг босқичма-босқич яхшиланиб бориши шароитида 2021 йил давомида қатъий карантин чораларининг жорий этилмаслиги ҳамда аҳоли ва бизнес субъектлари ўз фаолиятларини пандемия шароитларига мослашган ҳолда давом эттиришлари асосий шартлардан бири сифатида назарда тутилмоқда.

Пандемия шароитида иқтисодий фаоллик учун сақланиб қолинаётган чекловлар 2021 йил охирларига келиб коронавирусга қарши самарали дори воситалари ва вакциналар яратилиши билан аста-секин бекор қилиниши натижасида, ҳам иқтисодий, ҳам инвестицион фаолият биринчи ярим йилликдан сўнг тикланиб боради.

#### **Ички иқтисодий шарт-шароитлар**

Мамлакатимизда иқтисодий ўсиш суръатлари босқичма-босқич тикланиб бориши **ишлаб чиқаришнинг потенциал** даражасига 2022 йилнинг охири ва 2023 йилнинг бошига бориб етиши, ишлаб чиқариш манфий тафовутининг ёпилиши прогноз қилинмоқда.

Таъкидлаш жоизки, 2018-2019 йилларда иқтисодиётга катта ҳажмдаги молиявий ресурсларнинг йўналтирилиши натижасида ушбу йилларда ишлаб чиқаришнинг амалдаги ҳажми ўсиш суръатлари унинг потенциалидан илгарилаб кетиб, ишлаб чиқариш тафовути **мусбат даражада** шаклланган эди. 2020 йилнинг II чорагидан бошлаб иқтисодий фаолликнинг пасайиши таъсирида ишлаб чиқариш тафовути **манфий** томонга ўзгарди.

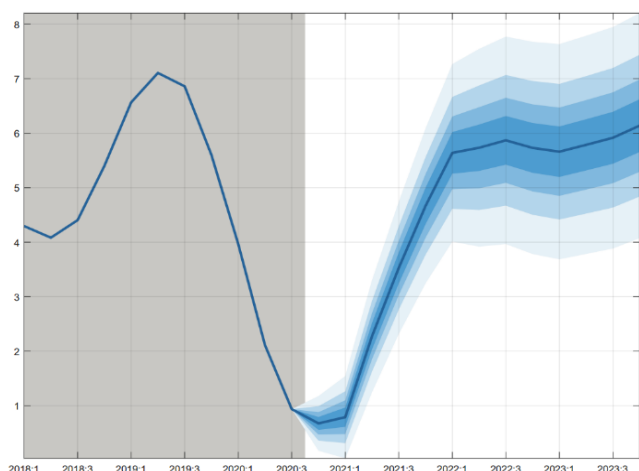
2021-2022 йилларда иқтисодий ўсиш ва инвестицион фаолликни қўллаб-қувватлашнинг зарурий шартларидан бири **мамлакатимизга тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ҳажмларининг** ошиши ҳисобланади.

Асосий сценарий бўйича ЯИМнинг 2020 йил якунлари бўйича реал ўсиши **1-1,5** фоизни, 2021 йилда **4,5-5,5** фоизни ташкил этиши, шунингдек, 2022-2023 йилларда эса **5-6,5** фоизгача тезлашиши прогноз қилинмоқда (4-расм).

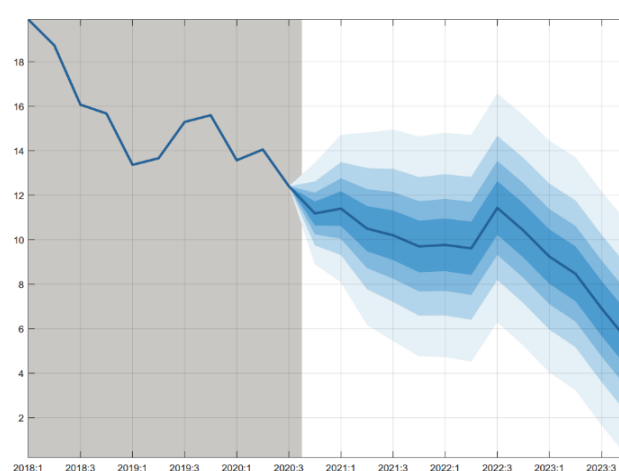
Бунда, 2020 йилда иқтисодий фискал қўллаб-қувватлаш бўйича амалга оширилган чоралар ва пул-кредит сиёсатининг нисбатан юмшатилиши таъсирлари 2021 йилда ҳам иқтисодий фаолликни ва ялпи истеъмол талабини рағбатлантирувчи асосий омиллардан бўлиб қолади.

Молия вазирлигининг дастлабки ҳисоб-китобларига кўра, **умумий фискал дефицит** 2020 йилдаги ЯИМга нисбатан **7-7,3** фоиздан 2021 йилда **4,5-5,5** фоизгача қисқариши, 2022-2023 йилларда **2-3** фоиз атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда. 2021 йилдан бошлаб давлат бюджети даромадлари шаклланиш потенциалининг тикланиб бориши, йиғма бюджет дефицитининг пасайишиб боришига ҳамда бир маромда бюджет консолидациясига эришишга имконият беради.

4-расм. ЯИМ ўсиши прогнози (асосий)  
(фоизда, реал йиллик ўсиш)



5-расм. Инфляция прогнози (асосий)  
(фоизда, йиллик давр охирига)



90% 70% 50% 30% — Прогноз

*Манба:* Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Асосий сценарий доирасида, иқтисодийга ажратиладиган **кредит қўйилмалар** ҳажмининг ЯИМ ҳажми ўсишига мутаносиб тарзда бўлиши прогноз қилинмоқда.

Хусусан, 2020 йил якунлари бўйича кредитлар қолдиғи ўсиши **28-29** фоиз, 2021 йилда **20-22** фоиз, 2022 йилда **17-19** фоиз атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда.



2023 йилда ЯИМ дефлятори ва инфляция суръатларини пасайишини инобатга олиб кредитлар қолдиғи ўсиши **18-20** фоиз атрофида бўлиши кутилмоқда.

Юқоридаги омиллар натижасида, 2021-2022 йилда уй хўжалиқларининг якуний истеъмол харажатлари ўсиши **4,5-5,6** фоиз атрофида бўлиши кўзда тутилган. 2023 йилда ушбу кўрсаткич биров пастроқ даражада (**3-4** фоиз атрофида) шаклланади ва асосан, аҳоли томонидан даромадларнинг бир қисмини жамғаришга йўналтирилиши билан изоҳланади.

Асосий капиталга инвестициялар ҳажми ўсиш суръатлари мазкур сценарийда бир маромда тикланиб бориши, яъни, 2021 йилда ўсиш суръатлари **2-4** фоиз, 2022-2023 йилларда эса мос равишда **2,5-4,5** ва **3,5-5,5** фоиз атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда.

2021 йилда йиллик инфляция даражаси бир хонали сон даражасигача пасайиб, **9-10** фоиз доирасида шаклланиши кутилмоқда (5-расм).

## 3-жадвал

Кўрсаткичлар	2019 (факт)	Асосий сценарий прогнозлари (йиллик ўсиш, фоизда)			
		2020	2021	2022	2023
Йиллик инфляция даражаси	15,2	11-12,5	9-10	10-11	5
ЯИМ реал ўсиши	5,6	1-1,5	4,5-5,5	5-6	5-6,5
Якуний истеъмол харажатлари ўсиши	6,6	0,5-1,5	4,3-5,3	4,1-5,1	2,7-3,7
- уй хўжалиқлари	6,8	0,4-1,4	4,5-5,5	4,6-5,6	3-4
Асосий капиталга инвестициялар ҳажми ўсиши	33,9	1,4-3,4	2-4	2,5-4,5	3,5-5,5
- марказлашган инвестициялар	20	4-6	2,5-4,5	-(4,5-6,5)	-(2,5-4,5)
- марказлашмаган инвестициялар	39,8	1-3	1,5-3,5	5-7	6-8
Экспорт ҳажми ўсиши	24,8	-(10-14)	8-10	10-12	12-14
Импорт ҳажми ўсиши	25	-(8-12)	6-8	4-6	5-7
Кредит қўйилмалари қолдиғи ўсиши	54,5	28-29	20-22	17-19	18-20

**Тартибга солинадиган нархлар** борасида асосий сценарий бўйича энергетика маҳсулотлари нархларини таннарх даражасига қадар эркинлаштириш жараёнларининг **2023 йилга қадар босқичма-босқич тугатилиши** кутилмоқда.

Бунда, тартибга солинадиган нархлар оширилишининг инфляцияга таъсирини имкон қадар минималлаштирган ҳолда амалга оширишга алоҳида эътибор қаратилади.

Таъкидлаш жоизки, дастлаб 2020 йил бошида амалга оширилган ҳисоб китобларга кўра, 2022 йилда инфляция прогнози **7,5** фоиз этиб белгиланган ва ушбу прогнозларда тартибга солинадиган нархлар оширилиши 2020-2021 йилларда ўтказилиши инobatга олинган эди. Тартибга солинадиган нархлар бўйича кутилмаларнинг ўзгариши ҳисобига 2022 йилда инфляция суръатлари бироз тезлашиб, **10-11** фоиз атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда.

Ўз навбатида, 2023 йилнинг якунига келиб, тартибга солинадиган нархлар ўсишининг **бир марталик таъсирлари** тугаб, базавий инфляция даражасининг сезиларли даражада пасайиши ҳисобига инфляциянинг **5** фоиз атрофида шаклланиши прогноз қилинмоқда.

Ушбу кўрсаткичларга эришишда, энг аввало, пандемия шароитларидан келиб чиққан ҳолда **мувофиқлаштирилган макроиқтисодий** сиёсат юритилиши, фискал сиёсатнинг юқорида келтирилган кўрсаткичлар доирасида ижро этилиши, пул-кредит сиёсатининг **бир маромда** қатъий даражада сақлаб қолиниши ва энергетика тармоқларида таркибий ислохотларнинг самарали олиб борилиши асосий омиллардан бўлиб ҳисобланади. Шунингдек, 2021-2023 йилларда босқичма-босқич **фискал консолидацияга** (тақчилликнинг қисқариб бориши) эришиш инфляцияни пасайтирувчи аҳамият касб этади ва мазкур сценарий доирасида инфляцион таргетга эришишнинг муҳим элементларидан биридир.

Айни пайтда, ушбу сценарий доирасида инфляция даражасини пасайтиришда пандемия шароитига мос иқтисодий моделларни ишлаб чиқиш, иқтисодиётда таннархни пасайтириш ва хуфёна иқтисодиётни қисқартиришга қаратилган чораларнинг самарали амалга оширилиши энг муҳим омиллардан бўлиб қолади.

### ***Ташқи иқтисодий шарт-шароитлар***

Асосий сценарий доирасида ташқи ҳамкор давлатларда иқтисодий ўсишнинг 2020 йилда кескин пасайишидан сўнг кейинги йилдан бошлаб аста-секин тикланиб бориши ва улардаги инфляция даражаси ҳам прогноз даврининг кейинги йилларидан бошлаб эълон қилинган мақсадли кўрсаткичлари доирасида бўлиши прогноз қилинмоқда.

Ҳамкор давлатларнинг иқтисодий прогнозларига кўра, миллий валюталарининг АҚШ долларига нисбатан **алмашув курслари** кейинги йилларда нисбатан барқарор бўлиши, кескин тебранишлар кузатилмаслиги кутилмоқда. Инвестицион ва иқтисодий фаолликнинг пандемия шароитига мослашиб тикланиши шароитида валюта курсига бир вақтнинг ўзида ҳам талаб, ҳам тақлиф тарафдан босим юзага келиши мумкин.

Хусусан, трансчегаравий пул ўтказмалари ҳажмида 2020 йилда **6-7** фоизлик камайиш кутилаётган бўлса, 2021 йилда ўсиш трендини тикланиши ва **8-10** фоизлик ўсишнинг юзага келиши, 2022-2023 йилларда **6-7** фоиз доирасида ўсиб бориши прогноз қилинмоқда.

Пандемия давридаги иқтисодий ноаниқликлар ва молия бозорларидаги кескин тебранишларни ҳисобга олиб, кўплаб институционал ва хусусий инвесторлар ўз маблағларини инқироз шароитларида энг хавфсиз актив ҳисобланган **олтинни** сотиб олишга йўналтирди. Бунинг натижасида жаҳон бозорларида олтиннинг нархи кескин кўтарилди. Кейинги йилларда жаҳонда иқтисодий ўсишнинг аста-секин тикланиб бориши фонида олтин нархининг прогноз даврида бир маромда (1900 дан 1700 долл/тр.унц.) пасайиб бориши кутилмоқда.

Мамлакатимизда товар ва хизматлар экспорт ҳажми ўсиш суръатларининг жорий йил кутилаётган манфий даражасидан, 2021 йилдан бошлаб ижобий томонга ўзгариши (8-10 фоиз) ва кейинги йилларда **15-20 фоиз** атрофида бўлиши кутилмоқда. Импорт ҳажмларида ҳам 2021 йилда ўсиш **6-8** фоизлик тикланиш бўлиши, 2022-2023 йилларда эса мос равишда **4-6** фоиз ва **5-7** фоизлик кўрсаткичлар атрофида бўлиши кутилмоқда.

Ушбу сценарийда экспорт ҳажмларининг импортга нисбатан юқорироқ суръатларда ўсиши фонида жорий операциялар ҳисобварағи манфий тафовути ҳам қисқариб боради. 2021 йилда жорий ҳисоблар манфий сальдоси ЯИМга нисбатан **7-7,5** фоиз, 2022 йилда **5-6** фоиз ва 2023 йилда **3-4** фоизгача пасайиб бориши кутилмоқда.

Иқтисодий фаолликнинг тикланиши натижасида ташқи, шу жумладан, тўғридан-тўғри инвестициялар ижобий ўсиш суръатларига қайтиши тўлов балансининг манфий сальдосини молиялаштиришнинг асосий манбаларидан бири бўлиб хизмат қилади.

## **Пул-кредит сиёсати шароитлари**

Асосий сценарийга кўра, пул-кредит сиёсатининг амалдаги **“нисбатан қатъий”** шароитлари 2021 йил сўнгига қадар сақланиб қолади. 2022-2023 йилларда эса тартибга солинадиган нархлар эркинлаштирилиши, инфляция даражаси ва прогнози ўзгариш траекториясидан келиб чиқиб пул-кредит шароитлари ўзгартириб борилади.

Иқтисодий тенденциялар сценарийда келтирилгандек шаклландиган вазиятда асосий ставка бўйича ижобий **реал фоиз ставкасини 3-4 фоизлик** даражада сақлаб туриш учун шароитлар юзага келади ва пул бозоридаги фоиз ставкалар ҳам шу атрафда шаклланишига замин яратиб борилади.

Асосий сценарий доирасида инфляцияга **номонетар омиллар** таъсирини пасайтиришда Марказий банк уларни юзага келтирувчи омилларни батафсил таҳлил қилган ҳолда, ҳар бир омилни пасайтириш бўйича асослангандиган таклифлар ишлаб чиқиш ва ушбу омилларни Ҳукумат ҳамда тегишли вазирлик ва идоралар билан биргаликда бартараф этиб бориш ишларини давом эттиради.

### Умумий фискал дефицит ўсиши ва номинал иш ҳақи ошишининг инфляцияга таъсирини миқдорий баҳолаш

2020 йилда пандемия сабабли марказлашган бюджет харажатларини сезиларли ўсиши ва фискал рағбатлантириш чораларининг амалга оширилиши иқтисодий фаоллик ва ялпи талабни қўллаб қувватлашнинг асосий омилларидан бўлди. Айти пайтда, умумий фискал дефицитнинг узоқ давр давомида юқори даражада сақланиб қолиши маълум бир даражада инфляцион босимни юзага келтириши мумкин.

Халқаро молия институтларининг ҳисоб-китобларига кўра, ривожланаётган давлатларда фискал дефицитнинг ЯИМга нисбатан **2-3 фоиз** атрофида бўлиши иқтисодиётга салбий таъсир кўрсатмайдиган даража сифатида эътироф этилган<sup>3</sup>. Шунингдек, Оксфорд университети тадқиқотчилари томонидан **ривожланаётган давлатлар** учун фискал дефицитнинг иқтисодий ўсишни рағбатлантирувчи оптимал даражаси ЯИМ нисбатан **1,5 фоиз** эканлиги кўрсатилган<sup>4</sup>.

Бунда, узоқ йиллар давомида фискал дефицитнинг юқори кўрсаткичларда сақланиб қолиниши (оптимал даражасидан оғиши) давлат ташқи қарзига хизмат кўрсатиш даражасининг ошишига, инфляцион босимнинг вужудга келишига, хусусий инвестициялар оқимининг камайишига ва жорий ҳисоблар манфий сальдосининг ўсиб боришига, яқунда эса макроиқтисодий барқарорликка салбий таъсир кўрсатиши мумкинлиги таъкидланган.

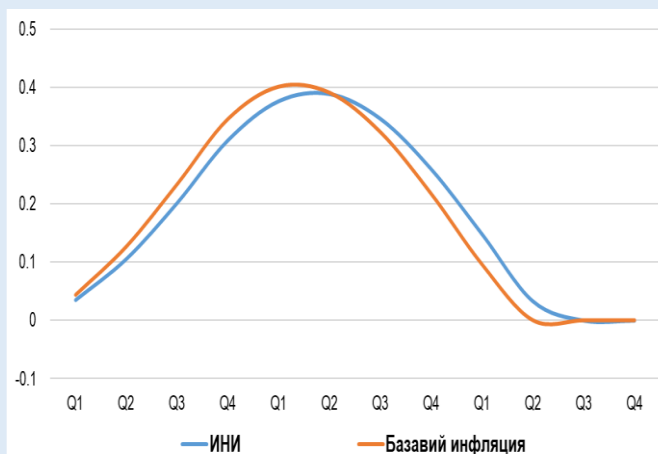
Хусусан, Осиё мамлакатларида ўтказилган таҳлиллар, ушбу давлатларда инфляция ва фискал дефицит ўртасида узоқ муддатли боғлиқлик мавжудлигини, яъни, фискал дефицитнинг ЯИМ нисбатан **1 фоизга** ўсиши инфляцияни **0,5 фоиз** бандга оширувчи таъсир кўрсатишини аниқлаган<sup>5</sup>. Шунингдек, фискал дефицитнинг ўсиши узоқ муддатда хусусий инвестиция оқимини камайишига ҳам олиб келган.

Ўзбекистонда узоқ йиллар давомида давлат бюджети профицит билан ижро этилиб келинган. Сўнги йилларда фискал бюджет ижроси дефицит билан ижро этиш фазасига ўтилди. Хусусан, 2019 йил яқунлари бўйича умумий фискал дефицит ЯИМ нисбатан **3,9 фоиз** ташкил этган бўлса, 2020 йилда ушу кўрсаткич **7,0-7,3 фоиз** атрофида бўлиши кутилмоқда.

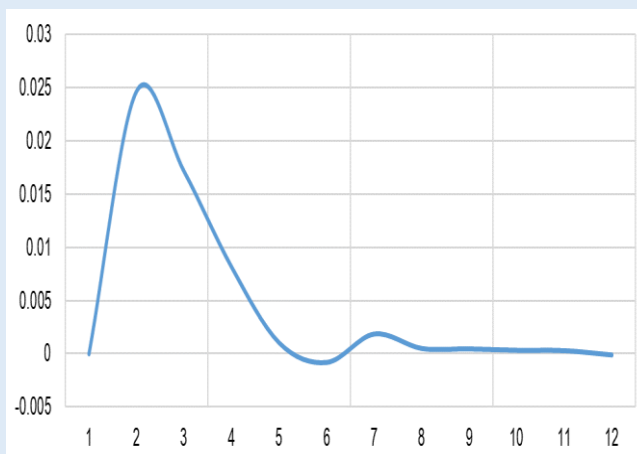
Умумий фискал дефицит ўсиши – фискал рағбатлантиришнинг умумий ва базавий инфляцияга таъсирини таҳлил қилишда Марказий банкнинг чораклик прогнозлаш модели (QPM)дан фойдаланилди. Моделда фискал кўрсаткичларни баҳолашда регрессион таҳлиллар, тўғирлаш коэффициентларига асосан филтрлаш, ички танланма баҳолар ҳамда хорижий мамлакатлар тажрибасидан келиб чиқилди.

Ҳисоб-китобларга кўра фискал рағбатлантиришдаги ижобий шок – умумий фискаль дефицитнинг трендидан **1 стандарт оғиш** даражасига тенг миқдорда ортиши инфляция даражасини биринчи чоракдан бошлаб тезлаштира бошлайди ва IV чорак охирига келиб 0,3 фоиз бандга оширади. Ушбу таъсир фискал рағбатлантириш содир бўлган йилдан кейинги йил биринчи ярмида ҳам сақланиб қолади ва ўзининг максимал таъсири – 0.4 фоиз банд даражасигача етади. Бундан кейин ушбу таъсир аста-секин камайиб боради ва учинчи йил бошида ўз таъсирини йўқотади.

### Фискаль дефицит ўсишининг инфляция кўрсаткичларига таъсири



### Номинал иш ҳақи ўсишининг базавий инфляцияга таъсири



Шунингдек, номинал иш ҳақи ошишининг базавий инфляцияга таъсири BVAR модели қўллаган ҳолда баҳоланди. Бунда, номинал иш ҳақи даражаси ва инфляция 81 ойлик кўрсаткичларидан иборат маълумотлар қаторидан фойданилди.

Номинал иш ҳақи ошишининг базавий инфляция даражасига таъсирини ўрганиш бўйича ҳисоб-китобларга кўра, номинал иш ҳақи ўзининг трендидан **1 стандарт оғиш** миқдоридан ўсиши инфляция даражасини биринчи чорак давомида **0,025 фоиз бандгача** ўсишига олиб келади, ҳамда кейинги даврлардан ушбу таъсир аста-секин пасайиб боради.

<sup>3</sup> Growth and Productivity; the role of budget deficit in the MENA selected countries, Procedia Economics and Finance 36, 2016.

Fiscal Deficits and Inflation: A New Look at the Emerging Market Evidence, IMF Working Paper, Luis Catlio and Marco Terrones 2017.

<sup>4</sup> Fiscal Deficits and Growth in Developing Countries, Christopher S. Adam and David L. Bevan, Department of Economics, University of Oxford, 2003.

<sup>5</sup> Effects of fiscal deficit and money supply on inflation: Evidence from selected economies of Asia, Nguyen, Van Bon, Journal of Economics, Finance and Administrative Science, 2015.

### Тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларнинг иқтисодиёт салоҳияти ошишига таъсири

Ҳалқаро иқтисодчи олимларнинг фикрларига кўра, пандемиядан кейинги даврда аҳолини ижтимоий қўллаб-қувватлаш ва иқтисодий фаолликни тиклаш бўйича чоралар натижасида юзага келган юқори бюджет тақчиллиги ва ташқи қарз даражаси кўплаб давлатларда келгусида иқтисодий ривожланишни молиялаштириш шароитларининг ёмонлашишига олиб келиши мумкин.

Бу, ўз навбатида, инқироздан олдинги даражага тезроқ қайтиш ва узоқ муддатли иқтисодий ўсишни таъминлаш учун иқтисодиёт имкониятларидан кенгроқ фойдаланишни тақозо этади. Давлат молиясининг жорий чекланган имкониятлари шароитида потенциал иқтисодий ўсишни таъминловчи асосий манбалардан бири **тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар** ҳисобланади.

Кўплаб давлатлар, шу жумладан, ривожланаётган давлатлар амалиёти, тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар оқимининг кўпайиши технологияларнинг кириб келиши орқали ялпи унумдорликни ошириш ва шу орқали иқтисодий салоҳиятни тиклашга хизмат қилишини намоён этмоқда. Тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар орқали технологияларнинг кириб келиши мамлакатларнинг илмий-муҳандислик тадқиқот ютуқларидан фойдаланиш имкониятини кенгайтиради, шунингдек, бошқарув ва ташкилотчилик қобилиятларининг кучайишини, ходимлар малакаси ва тажрибасининг ошишини, ташқи бозорларга чиқишнинг кенгайиши ва экспорт диверсификациясини ўзида акс эттиради.

Жаҳон Банки тадқиқотларига кўра, бир қатор давлатларда тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларнинг ўсиши меҳнат унумдорлигининг ошиши (айниқса, хизмат кўрсатиш соҳасида), илмий-тадқиқотларга сармояларнинг кўпайиши ҳамда юқори маошли ва барқарор иш ўринларини яратилиши орқали иқтисодий ўсишга ижобий таъсир кўрсатган. Масалан, хизмат кўрсатиш соҳасига хорижий инвестицияларнинг кириб келиши Чехияда 3 йилдан сўнг меҳнат унумдорлигини 43,6 фоизга ва сотиш ҳажмини 33 фоизга оширган бўлса, Индонезияда меҳнат унумдорлигини 13,5 фоизга, иш билан бандликни 24 фоизга, иш ҳақини 41 фоизга ва хорижий капитал иштирокидаги корхоналарнинг экспортдаги улушини 13,9 фоизга ўсишига хизмат қилган.

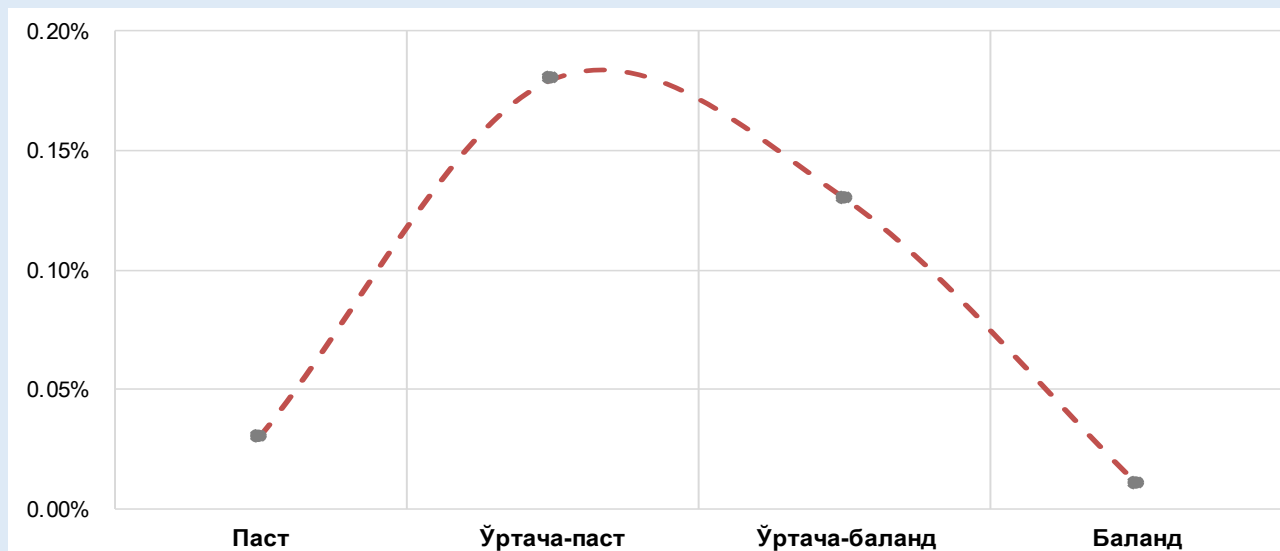
Таъкидлаш жоизки, хорижий инвестицияларнинг иқтисодий ўсишга таъсир даражасини аниқ миқдорий баҳолаш қийин бўлиб, бу ривожланаётган мамлакатларда тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар оқимининг бошқа омилларни ҳам (даромад, савдо, молия бозори ривожланганлик даражаси, инсон капитали даражаси ва бошқалар) юқори суръатларга ижобий ўзгариши билан бир вақтда юзага келади.

Шу сабабли, бу йўналишдаги тадқиқотларда тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларнинг иқтисодий ўсишга таъсирини, асосан, бошқа омиллардан ҳоли тарзда таҳлил қиладиган эконометрик усуллардан фойдаланилади.

Европа инвестицион банки ҳисоб-китобларига кўра, давлатнинг ривожланиш даражасига қараб тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларнинг ҳажми ўсишининг макроиқтисодий кўрсаткичларга таъсири сезиларли даражада ўзгариб боради.

Хусусан, паст ва ўртача-паст даромадли давлатлар гуруҳига кирувчи мамлакатларда тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларнинг ривожланишга миқдорий таъсири, ўртача-юқори ва юқори даромадли давлатлар гуруҳига нисбатан баланд бўлади. Яъни, давлатлар ривожланиб боргани сари инвестициялардан келадиган афзалликлар нисбатан пасайиб боради.

#### Тўғридан-тўғри инвестициялар ўсишининг жон бошига ЯИМнинг реал ўсишига давлатлар гуруҳи бўйича таъсири



*Манба: Европа инвестицион банки, 2020 йил.*

Жаҳон банки классификациясига кўра, Ўзбекистон ўртача-паст даромадли давлатлар гуруҳига киришини инобатга олинадиган бўлса, мамлакатимизга тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларнинг 1 фоиз бандга ўсиши аҳоли жон бошига тўғри келадиган ЯИМнинг реал ҳисобда 0,18 фоиз бандга оширишга хизмат қилишини кўрсатмоқда.

Шу нуқтаи назардан, келгусида аҳоли жон бошига тўғри келадиган даромадларнинг оширишда, биринчи навбатда, иқтисодиёт тармоқларига жалб қилинадиган тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар ҳажмини ошириш долзарб ҳисобланади.



#### 1.4. Тезкор иқтисодий тикланишга асосланган муқобил (оптимистик) сценарий

**Макроиқтисодий ривожланишнинг тезкор иқтисодий тикланишига асосланган муқобил (оптимистик) сценарийсида пандемия билан боғлиқ вазиятнинг кутилганидан тезроқ яхшиланиши, ташқи савдо ҳамкорларимизда иқтисодий ўсишнинг жадал суръатларда тикланиши, давлат бюджети дефицитининг сезиларли даражада қисқариб бориши ва инвестицион фаолликнинг тўлиқ пандемиядан олдинги суръатларга қайтиши асосий постулатлар сифатида қабул қилинган.**

Ушбу сценарийда, жаҳондаги эпидемиологик вазият яхшиланиши натижасида амалда бўлган карантин чораларининг бекор қилиниши, давлат бюджетининг соғлиқни сақлаш ва карантин билан боғлиқ харажатлар ўсиш суръатларини нисбатан пасайиб бориши назарда тутилган.

Бунда, жаҳонда коронавирусга қарши самарали дори воситалари ва вакцинанинг яратилиши ҳамда 2021 йилнинг I ярмида кенг қўлланилиши натижасида мамлакатимизда ва ташқи савдо ҳамкорларда ҳам иқтисодий ҳам инвестицион фаолиятнинг тўлиқ тикланиб бориши кутилмоқда.

##### **Ички иқтисодий шарт-шароитлар**

Мамлакатимизда иқтисодий ўсиш суръатлари тезкор тикланиб бориши **ишлаб чиқаришнинг потенциал** даражасига 2022 йилнинг ўрталарида етиши ва манфий ишлаб чиқариш тафовутининг асосий сценарийдан кўра олдинроқ ёпилиши прогноз қилинмоқда.

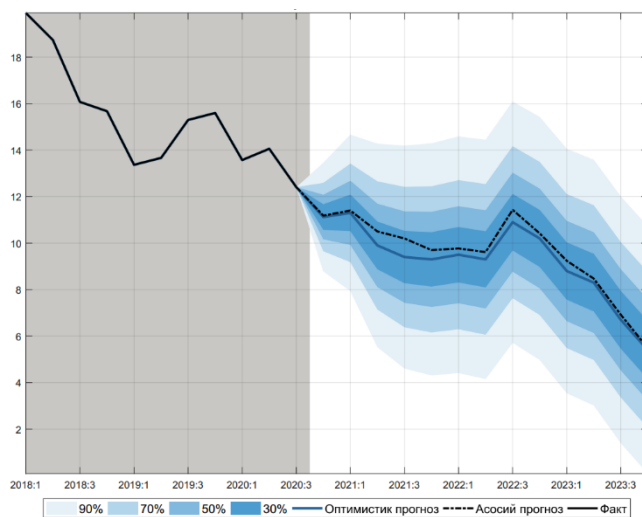
Бунда, оптимистик сценарий доирасида халқаро капитал оқимларининг ҳавфсиз деб ҳисобланган олтин ва АҚШ федерал қимматли қоғозларидан ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиётига йўналтирилиши натижасида мамлакатимиз учун ташқи молиявий шароитларнинг енгиллашуви 2021-2022 йилларда иқтисодий ўсиш ва инвестицион фаолликни қўллаб-қувватлаш учун **тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар** ҳажмларини сезиларли даражада ошириш имконини беради.

Оптимистик сценарий бўйича ЯИМнинг ўсиш суръатлари 2021 йилда **4,7-5,7** фоизга, 2022-2023 йилларда эса **5,0-6,0** фоизгача тезлашиши кутилмоқда.

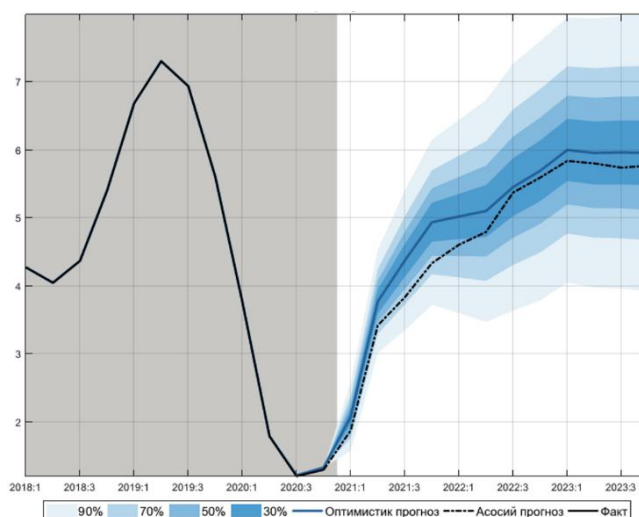
Иқтисодий фаолликнинг жадаллашуви шароитларида **умумий фискал дефицит** қисқариши тезлашиб, 2021 йилда **4 фоизни**, 2022-2023 йилларда эса **1,5-2 фоиз** атрофида бўлиши тахмин қилинмоқда.

2021 йилдан бошлаб давлат бюджетининг сезиларли даражада консолидациялашуви, фискал омилларнинг инфляцияга бўлган босими қисқариб боради.

**6-расм. ЯИМ ўсиши прогнози (оптимистик)**  
(фоизда, реал йиллик ўсиш)



**7-расм. Инфляция прогнози (оптимистик)**  
(фоизда, йиллик давр охирига)



**Манба:** Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Оптимистик сценарий доирасида асосий сценарийда бўлгани каби иқтисодиётга ажратиладиган **кредит қўйилмалар** ҳажмининг ЯИМ ҳажми ўсишига мутаносиб тарзда бўлиши кутилмоқда ва 2021 йилда кредит қўйилмалари қолдиғи ўсиши асосий сценарийдаги кўрсаткичлардан бироз тезлашиб **22-24 фоиз**, 2022 йилда **21-23 фоиз** ва 2023 йилда эса **20-22 фоиз** атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда.

Карантин чекловларининг олиб ташланиши ва аҳоли томонидан ўз-ўзини банд қилган соҳаларда даромадлар ҳажмининг тикланиб бориши ҳисобига, 2021 йилда уй хўжалиқларининг якуний истеъмол харажатлари ўсиши **5-5,5 фоиз** атрофида бўлиши, 2022-2023 йилларда эса мос равишда **4-5 фоиз** ва **3,5-4,5 фоизга** ўсиши кутилмоқда.

Иқтисодий фаолликнинг тезкор тикланиши шароитида асосий капиталга инвестициялар ҳажми ўсиш суръатлари нисбатан юқори суръатларда шаклланиши ва йиллик ўсиш 2021-2023 йилларда **4-5 фоиз** атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда.

Макзур сценарийда таркибий ислохотлар амалга оширилишининг жадаллашуви, асосий капиталга йўналтирилган инвестициялар ошиши

таъсирида ишлаб чиқариш ҳажмлари ва турлари кенгайиши, самарадорликни ошиб бориши ҳамда иқтисодиётда рақобат муҳитининг яхшиланиб бориши фонида келгуси йилларда йиллик инфляция даражаси асосий сценарийдаги кўрсаткичлардан пастроқ бўлиши ва 2021 йил якуни бўйича **8-9** фоиз, 2022 йилда **9-10** фоиз доирасида шаклланиши кутилмоқда. 2023 йилда эса асосий сценарийда бўлгани каби инфляция даражаси ўзининг доимий мақсадли кўрсаткичи доирасида бўлади.

## 4-жадвал

Кўрсаткичлар	Оптимистик сценарий прогнозлари (йиллик ўсиши, фоизда)		
	2021	2022	2023
Йиллик инфляция даражаси	8-9	9-10	5
ЯИМ реал ўсиши	5-5,5	4,5-5	5-6
Якуний истеъмол харажатлари ўсиши	4,2-5,2	3,7-4,7	3-4
- уй хўжаликлари	5-5,5	4-5	3,5-4,5
Асосий капиталга инвестициялар ҳажми ўсиши	4-5	4-5	4-5
- марказлашган инвестициялар	-(1,5-2,5)	-(4-5)	-(3-4)
- марказлашмаган инвестициялар	6-7	3,5-4,5	6,5-7,5
Экспорт ҳажми ўсиши	10-12	13-15	12-14
Импорт ҳажми ўсиши	7-8	8-9	8-10
Кредит қўйилмалари қолдиғи ўсиши	22-24	21-23	20-22

Инфляциянинг прогноз кўрсаткичларига эришилиши асосий сценарийда бўлгани каби, **фискал дефицитнинг** қисқариш суръатларига ҳам боғлиқ.

Ушбу сценарий доирасида фискал консолидация жараёнининг тезроқ бўлиши, инфляцияга пасайтирувчи таъсир кўрсатади ва инфляция кўрсаткичларининг асосий сценарий даражасидан пастроқ бўлишининг яна бир омили ҳисобланади.

Мазкур сценарий шароитларида ҳам **тартибга солинадиган нархлар** энергетика маҳсулотлари нархларини эркинлаштириш жараёнларининг босқичма-босқич 2023 йилга қадар тўлиқ тугатилиши, ушбу тармоқларни хорижий инвестициялар учун жозибаторлигини оширилиши, энергия сиғимини пасайтириш борасида ишларнинг жадаллаштирилиши кўзда тутилган.

Шу билан бирга, оптимистик сценарийда кўзда тутилган кўрсаткичларга эришилиши кўп жиҳатдан мамлакатимизда инвестицион муҳитни яхшилаш, тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларнинг кириб келишини рағбатлантириш, хуфёна иқтисодиётни қисқартиришга қаратилган чораларни самарали амалга ошириш, умумий фискал дефицитнинг босқичма-босқич қисқартириб борилиши ва мувофиқлашган пул-кредит сиёсати юритилишига боғлиқ.

### ***Ташқи иқтисодий шарт-шароитлар***

Тезкор иқтисодий тикланишга асосланган муқобил сценарийда жаҳонда ва ташқи ҳамкор давлатларда иқтисодий ўсишнинг 2020 йилда кескин пасайишидан кейинги йилларда жадал суръатларда тикланиб бориши ва ташқи товар-хомашё бозорларида нархларнинг мувозанатлашуви ва ташқи талабнинг пандемиягача бўлган даврдаги кўрсаткичларга яқинлашиб бориши назарда тутилган.

Бу, ўз навбатида, товар ва хизматлар экспортининг 2021 йилда **10-12 фоиз**, 2022-2023 йилларда **13-15 фоиз** атрофида ўсишига хизмат қилади. Айни пайтда, импорт ҳажмлари ўсиши ҳам 2021 йилда **7-8 фоиз**, 2022-2023 йилларда **8-10 фоиз** атрофида бўлиши кутилмоқда.

Мамлакатимизга кириб келадиган трансчегаравий пул ўтказмалари ҳажмининг 2021 йилда қайта ўсиш трендини **10-15 фоиз** атрофида, 2022-2023 йилларда эса **5-10 фоиз** доирасида ўсиб бориши прогноз қилинмоқда.

Жаҳон иқтисодиётининг тикланиши ва молия бозорларининг барқарорлашиб бориши шароитида кўпчилик таҳлилчилар томонидан олтин нархининг пасайиб бориши прогноз қилинмоқда. Бунда, прогноз даври давомида олтин нархининг асосий сценарийга нисбатан кўпроқ пасайиши (2021 йил якунига қадар 1 троя унция учун 1 750 АҚШ долларигача арзонлашиши ва 2022-2023 йилларда 1 500 доллар атрофида бўлиши) кутилмоқда.

Юқоридаги омиллар таъсирида жорий операциялар ҳисобварақлар манфий тафовути қисқариб бориб, 2021 йилда жорий ҳисоблар манфий сальдоси ЯИМга нисбатан **6,5-7** фоиз, 2022 йилда **4-5** фоиз ва 2023 йилда **2-3** фоизгача пасайиб бориши кутилмоқда. Бунда, жорий операциялар сальдосини молиялаштиришнинг асосий манбаси тўғридан-тўғри хорижий инвестициялар бўлади.

### ***Пул-кредит сиёсати шароитлари***

Оптимистик сценарийда келтирилган шартлар юзага келган ҳолатда пул-кредит сиёсатининг амалдаги **“нисбатан қатъий”** шароитлари сақлаб қолинади. Инфляциянинг 2021-2022 йилларда асосий сценарийдаги кўрсаткичлардан биров паст даражада бўлиши, пул-кредит сиёсати шароитларига жиддий тузатиш киритмаган ҳолда инфляцион мақсадларга етиш имконини беради.

Бунда, асосий ставка бўйича ижобий реал фоиз ставкасини 2-3 фоизлик даражада сақлаб туриш учун шароитлар таъминланади ва пул бозоридаги фоиз ставкалар ҳам шу атрофда шаклланишига замин яратиб борилади.

## Халқаро инвестицион банклар томонидан олтин бозори конъюнктураси таҳлили ва олтин нархининг ўрта муддатли прогнози

Олтин нархи динамикасида 1980-2000 йиллардаги узоқ муддатли турғунликдан кейин (1 троя унцияси учун 350-500 доллар), сўнги икки ўн йилликда ўсувчи тенденциялар кузатилмоқда. Бунда, 2005 йил охиридан бошлаб олтин нархи барқарор ўсиш фазасига ўтди.

Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозининг энг жиддий тус олган даврларда ушбу металл нархи 1 000 доллардан ошди ва кейинги икки йил ичида (2009 йил сентябрдан 2011 йил сентябргача) 1,8 баробарга ўсиб, 1 троя унцияси учун 1 794 долларга этди. Инқироздан кейинги даврда ушбу нархларда пасайиш тенденцияси кузатилди. 2013 йилнинг май ойидан 2019 йил апрелигача бўлган даврда олтин нархи яна барқарорлашиб, 1000-1300 доллар атрофида шаклланди.

Бироқ, 2019 йил апрель ойидан бошлаб дунёдаги энг йирик иқтисодиётлар – АҚШ ва Хитой ўртасидаги савдо зиддиятлари шароитида хавфсиз актив сифатида олтин жозибдорлигининг ортиши сабабли қимматбаҳо металл нархи кўтарила бошлади ва 2019 йил август ойида 1 500 долларлик маррани забт этди. Ушбу даврдан бери олтин нархи фақат ўсувчи тенденцияни намоён этмоқда.

2020 йилдан бошлаб пандемия тарқалиши ва жаҳон иқтисодиётининг ривожланиши бўйича ноаниқликларнинг кучайиши сабабли хатарларнинг ошиши шароитида инвесторлар олтинни барқарор ва хавфсиз актив сифатида танладилар. Натижада, дастлабки 8 ой давомида мазкур металл нархи қарийб 36 фоизга ўсди ва август ойида яна бир рекорд кўрсаткич – 2 063 долларлик маррани забт этди.

Олтин нархи динамикаси



Таъкидлаш жоизки, олтин нархининг кескин кўтарилиши ва тарихий рекорд даражасидан ошиб ўтиш шароитлари 2019 йил ўрталаридан АҚШ Федерал захиралар тизимининг фоиз ставкаларни пасайтириш эҳтимоли борлиги тўғрисида ишора бериши билан пайдо бўла бошлаган эди.

Халқаро бозорда олтин нархи 2020 йилнинг сентябрь ойидаги биров пасайишдан сўнг, октябрь ойида яна кўтарилди ва октябрь ойининг иккинчи ҳафтасида олтин нархининг спот даражаси (реал маҳсулотни маълум бир жойда дарҳол етказиб бериш шартлари бўйича сотиладиган нарх) 1900 доллар атрофида шаклланди. Кўплаб нуфузли таҳлилчилар ва йирик инвестицион банклар прогнозларига кўра – олтин нархи 2020 йил якунига қадар 1950 - 2000 доллар атрофида шаклланиши кутилмоқда.

Олтин нархининг юқори даражада сақланиб қолиши ривожланган мамлакатлар (АҚШ, Европа иттифоқи ва Япония каби давлатлар) марказий банкларининг ўта юмшоқ пул-кредит сиёсати натижасида реал фоиз ставкаларининг пасайиши, сўнги пайтларда доллардан бошқа асосий валюталарнинг заифлашиши, фискал рағбатлантиришларнинг кучайиши, товар бозоридаги ўзгарувчанликлар билан изоҳланади.

## 1.5. Ташқи иқтисодий хатарлар кучайишига асосланган муқобил (хатарли) сценарий

**Макроиқтисодий ривожланишнинг ташқи иқтисодий хатарлар кучайишига асосланган муқобил (хатарли) сценарийси 2021-2022 йилларда пандемия билан боғлиқ вазиятнинг мураккаблигича қолиши, ялпи истеъмол талабининг қисқариши ва бюджет харажатларининг ортиш эҳтимоллари базасида прогноз қилинган.**

Бунда, жаҳондаги эпидемиологик вазиятнинг кескинлашуви ва “глобал ёпилиш”нинг 2022 йилгача давом этиши, мамлакатимиз ва ташқи савдо ҳамкорларда карантин чораларининг қайтадан жорий этилиши эҳтимолининг ортиши ҳамда тақлиф омилларида нобарқарорликлар вужудга келиши назарда тутилмоқда.

### **Ички иқтисодий шарт-шароитлар**

Хатарли сценарийда мамлакатимизда иқтисодий ўсиш суръатлари тикланишининг нисбатан секин кечиши, **ишлаб чиқаришнинг потенциал даражасига 2023 йилнинг иккинчи ярмида эришилиши**, ишлаб чиқариш тафовутининг ёпилиши маълум муддатга чўзилиши прогноз қилинмоқда.

Мазкур сценарийда, 2021-2022 йилларда иқтисодий ўсиш ва инвестицион фаолликни қўллаб-қувватлашнинг асосий омили **давлат бюджети, ташқи қарз маблағлари ва марказлашган жамғармалар** томонидан молиялаштириладиган маблағлар ҳисобланади.

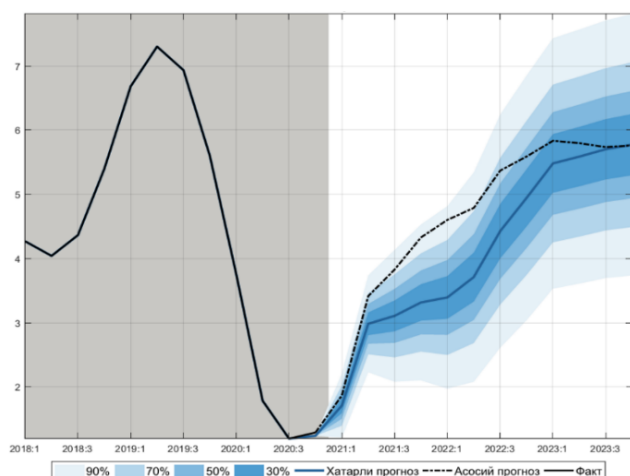
Натижада, давлат бюджетининг иқтисодиёт ва соғлиқни-сақлаш тизимини қўллаб-қувватлаш бўйича харажатларининг ошиши фонида даромадларининг камайиши 2021 йилда умумий фискал дефицит 2020 йилги даражада сақланиб қолиши ва **6,5-7,5 фоизни** ташкил этиши мумкин.

Бунда, фискал тақчилликнинг 2022 йилда **3,5-4 фоизгача** ва 2023 йилда эса **2-2,5 фоизгача** қисқариши прогноз қилинмоқда. Ушбу сценарийда бюджет консолидацияси 2023 йилдан кейинги йилларда амалга оширилади.

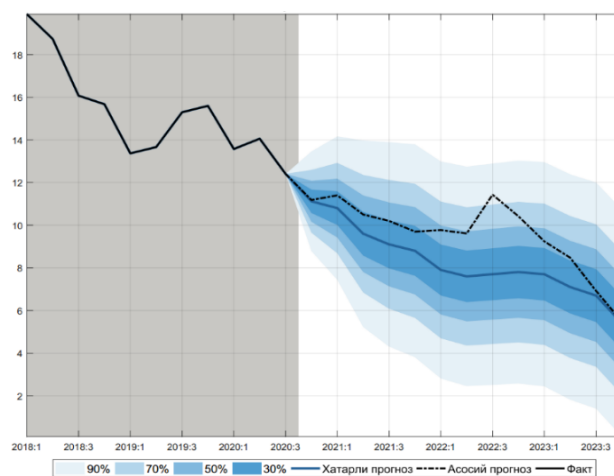
Хатарли сценарий бўйича ЯИМнинг 2021 йил якунлари бўйича реал ўсиши **0-1,5 фоизни**, 2022 йилда **3-4,5 фоизни** ташкил этиши, шунингдек, 2023 йилга бориб эса **5-6 фоизгача** тезлашиши прогноз қилинмоқда (8-расм).



**8-расм. ЯИМ ўсиши прогнози (хатарли)**  
(фоизда, реал йиллик ўсиш)



**9-расм. Инфляция прогнози (хатарли)**  
(фоизда, йиллик давр охирига)



*Манба: Марказий банк ҳисоб-китоблари.*

Хатарли сценарий юзага келган ҳолатда иқтисодий фаолликнинг пасайиши фонида аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари томонидан молиявий ресурсларга бўлган талабнинг қисқариши иқтисодиётга ажратиладиган **кредит қўйилмалари** ҳажми ўсиш суръатларининг ҳам секинлашиши прогноз қилинмоқда. Хусусан, 2021 йилда кредит қўйилмалар қолдиғи ўсиши **16-18** фоиз, 2022-2023 йилларда **17-19** фоиз атрофида бўлиши прогноз қилинмоқда. Бунда, банклар кредит портфелида муаммоли кредитлар улушининг ўсиши эҳтимоллари ҳам ортади.

Пандемия ва унга қарши кураш бўйича карантин чоралари иқтисодиётда даромадлар қисқаришига, ўз навбатида, уй хўжаликлари харажатлари ҳажми ва таркибига ҳам ўз таъсирини кўрсатади. 2021 йилда ушбу харажатларнинг **0,5-1,5** фоизга, 2022 йилда эса **1-2,5** фоизга ўсиши прогноз қилинмоқда. 2023 йилга келиб харажатлар динамикасида тикланиш кузатилиб, ўсиш кўрсаткичлари **3,5-5** фоизгача тезлашиши мумкин.

**Уй хўжаликлари харажатларининг** 2021-2022 йилларда нисбатан паст суръатларда ўсиши талаб томонидан инфляцияга бўлган босимнинг камайишига олиб келади.

Ташқи ва ички инвестицион фаолликнинг қисқариши ҳисобига асосий капиталга йўналтирилган инвестициялар ҳажмида юқорида келтирилган иккита сценарийга нисбатан пастроқ ўсиш тенденциялари кузатилади. 2021 йилда ўсиш суръатлари **0,5-1** фоиз атрофида, 2022-2023 йилларда эса мос равишда **1,5-2** ва **1-1,5** фоиз оралиғида бўлиши прогноз қилинмоқда.

Хатарли сценарийда кўзда тутилган шарт-шароитлар юзага келган тақдирда, уларнинг аҳоли даромадлари ва умумий иқтисодий вазиятга таъсирини инобатга олиб, **тартибга солинадиган нархларни эркинлаштириш жараёнини 2021-2023 йилларда самарали амалга ошириш эҳтимоли камаяди.**

5-жадвал

Кўрсаткичлар	Хатарли сценарий прогнозлари (йиллик ўсиш, фоизда)		
	2021	2022	2023
Йиллик инфляция даражаси	8-12	7-8	5-6
ЯИМ реал ўсиши	0-1,5	3-4,5	5-6
Якуний истеъмол харажатлари ўсиши	1,1-2,1	0,9-1,9	3,7-4,7
- уй хўжаликлари	0,5-1,5	1-2,5	3,5-5
Асосий капиталга инвестициялар ҳажми ўсиши	0,2-1	0,5-1,5	1-1,5
- марказлашган инвестициялар	10-12	-(1-3)	-(2-4)
- марказлашмаган инвестициялар	-(3-5)	1,5-3,5	1-3
Экспорт ҳажми ўсиши	(-5)-(+5)	9-11	10-12
Импорт ҳажми ўсиши	-(5-10)	1-3	2,5-4,5
Кредит қўйилмалари қолдиғи ўсиши	16-18	17-19	17-19

Шу нуқтаи назардан, хатарли сценарийда тартибга солинадиган нархлар эркинлаштириш жараёнлари иқтисодиёт тўлиқ тикланиб олганидан кейинги босқичларга қолдирилиши инобатга олинди.

Умуман олганда, прогноз даврида иқтисодиётда ялпи талабнинг қисқариши, тартибга солинадиган нархларни эркинлаштириш жараёнларининг кейинга қолдирилиши, манфий ишлаб чиқариш тафовутининг сақланиб қолиши, уй хўжаликлари харажатларининг қисқариши ва асосан бирламчи эҳтиёж товарларининг харид қилиниши умумий ҳисобда инфляцияга кўпроқ пасайтирувчи таъсир кўрсатади.

Ушбу омиллар ҳисобига, инфляция даражасининг асосий ва оптимистик сценарийларда келтирилган кўрсаткичлардан ҳам пастроқ шаклланиб, 2021 йил сўнггида йиллик инфляция **8-12** фоиз, 2022 йилда **7-8** фоизни, 2023 йилда эса **5-6** фоизни ташкил этиши прогноз қилинмоқда (9-расм).

Инфляция даражаси пасайиб борган шароитда ҳам ушбу сценарий доирасида аҳоли томонидан сезилган инфляция даражаси юқориликгича

қолади. Даромадлар чекланганлиги ҳолатида харажатларнинг фақат бирламчи эҳтиёж учун зарур бўлган товар ва хизматларга йўналтирилиши, истеъмол нархлари таркибида фақат ушбу маҳсулотлар нархларининг тебраниши кузатилади ва бу аҳоли томонидан кўпроқ сезилади.

### ***Ташқи иқтисодий шарт-шароитлар***

Хатарли сценарийда жаҳонда ва ташқи савдо-ҳамкор давлатларда иқтисодий ўсишнинг 2020 йилда кескин пасайишидан сўнг кейинги йилдан бошлаб тикланиб бориши ҳам суст кечади. Меҳнат ресурсларининг миграцияси ва халқаро савдода товарлар логистикасидаги узилишлар сақланиб қолади. Халқаро таъминот занжирининг самарадорлиги пасайиб боради.

Халқаро молия бозорларидаги капитал оқимларнинг ривожланаётган давлатлардан хавфсиз актив сифатида олтин ва ривожланган мамлакатларнинг давлат қимматли қоғозларига йўналтирилиш эҳтимоли юқори бўлади. Бу ҳолатда олтин нархининг юқоридаги иккита сценарийда келтирилган нархлардан сезиларли даражада юқори шаклланиши прогноз қилинмоқда.

Ҳамкор давлатларда инвестицион ва иқтисодий фаолликнинг нисбатан секин тикланиши ушбу мамлакатлар билан амалга ошириладиган экспорт ҳажмларига ва мамлакатимизга кириб келадиган трансчегаравий ўтказмалари ҳажмларига таъсир кўрсатади.

Хусусан, ноаниқликлар юқори бўлган шароитда прогноз даврида мамлакатимизда товар ва хизматлар экспорти ҳажми ўсиш суръатлари 2021 йилдаги манфий даражадан 2022 йилга тикланиб, **9-11 фоиз** доирасида бўлиши прогноз қилинмоқда. Импорт ҳажмлари 2021 йилда **5-10 фоизга** пасайиши, 2022-2023 йилларда эса мос равишда **1-3 фоиз** ва **2,5-4,5 фоизга** ўсиши кутилмоқда.

Трансчегаравий пул ўтказмалари ҳажмида ўсиш трендининг тикланиши секинроқ кечади. 2021 йилда ўтказмалар ҳажми қарийб 2020 йил даражасида қолиши ва 2022-2023 йилларда эса **4-6 фоизга** ўсиши прогноз қилинмоқда.

Мазкур сценарий шароитлари жорий операциялар ҳисобварағининг манфий сальдосини халқаро молия институтлари ва жамғармаларидан жалб қилинадиган ташқи қарз маблағлари ҳисобидан молиялаштиришни тақозо этади.

### **Пул-кредит сиёсати шароитлари**

Хатарли сценарий доирасида инфляция даражасининг прогноз траектория доирасида пасайиб бориши пул-кредит шароитларини маълум бир даражада **юмшатиб бориш** имкониятини юзага келтиради. Бунда, 2020 йилда бўлгани каби пул-кредит сиёсати инструментлари иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлаш мақсадлари билан нархлар барқарорлигига эришиш мақсадлари ўртасидаги мувозанатни таъминлашга йўналтирилади.

Иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлаш мақсадида асосий ставка бўйича ижобий **реал фоиз ставканинг 2 фоиз** атрофида бўлиши таъминланади ва пул бозоридаги фоиз ставкаларини ҳам шу доирада шакллантириш тадбирлари қўлланилади.

Ушбу сценарий доирасида Марказий банк олдида турган муҳим вазифалардан бири банк ва тўлов тизимлари барқарорлигини таъминлаш ҳисобланиб, бунда пул-кредит сиёсати инструментларидан банк тизими ликвидлигини барқарор даражада таъминлаш мақсадида фаол фойдаланилади.

## Импорт инфляциясига таъсир этувчи омиллар таҳлили

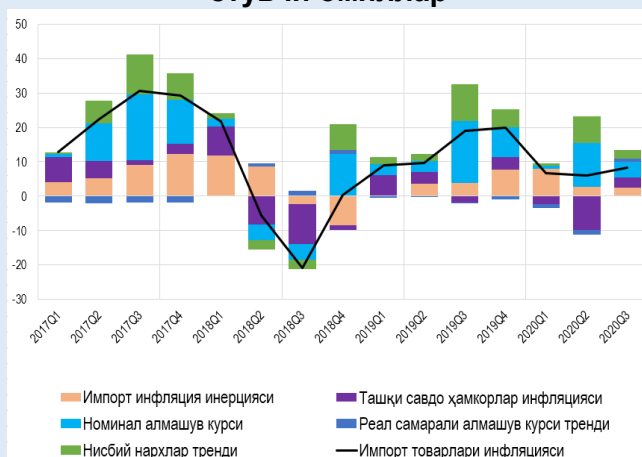
Ўзбекистонда истеъмол товарлари савати таркибида **импорт ва импортга таъсирчан товарлар улушининг юқорилиги**, ушбу товарлар нархлари динамикасини шакллантирувчи омилларни мунтазам равишда таҳлил этиб боришни тақазо этади.

Шу мақсадда импорт товарлари инфляцияси ва миллий валюта қадрсизланишининг айрим товар гуруҳлари нархларига таъсирини миқдорий баҳолашда Чораклик прогнозлаш (QPM) ва Байес векторли авторегрессион (BVAR) моделларидан фойдаланилади.

### Импорт инфляциясининг омиллари

Таҳлил натижалари, импорт ва импортга таъсирчан товарлар нархлари ўзгаришига номинал алмашув курси, ташқи савдо ҳамкорлар инфляцияси, реал самарали алмашув курси, нисбий нархлар ҳамда импорт товарлари нархлари инерцияси таъсир кўрсатади.

Импорт товарлари инфляциясига таъсир этувчи омиллар



**Манба:** Хорижий давлатлар марказий банклари маълумотлари асосида Марказий банк ҳисоб-китоблари.

Истеъмол товарлари нархларининг алмашув курси ўзгаришига сезувчанлиги

Товарлар таъсирчанлиги	Товарлар номи	8 чоракда
Юқори таъсирчан (0.6 ва ундан юқори)	Цитрус мевалар	1.84
	Атир совун	0.77
	Шампунь	0.75
	Бўёқлар	0.68
Ўрта таъсирчан (0.3-0.6 оралиғи)	Ёғ ва мой маҳсулотлари	0.67
	Витаминлар	0.43
	Болалар кийими	0.35
Кам таъсирчан (0.3 гача)	Яллиғланишга қарши воситалар	0.31
	Антибиотиклар	0.28
	Кофе	0.28
	Эркалар кийими	0.27
	Шоколад	0.27
	Антисептик воситалар	0.24
	Аёллар кийими	0.20

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

Хусусан, 2020 йилнинг I ва II чоракларида **ташқи савдо ҳамкорлар инфляцияси** ва **реал самарали алмашув курси** импорт инфляциясига пасайтирувчи таъсир кўрсатган бўлса, III чоракда оширувчи таъсир кўрсатган.

Сўм алмашув курсининг 2020 йил апрель ойидаги сезиларли даражада девальвацияси таъсирлари 2020 йил II ва III чораклар импорт инфляциясида яққол намоён бўлди.

### Алмашув курси ўзгариши таъсири

Миқдорий баҳолашларга кўра, миллий валюта алмашув курсининг **1 фоизга қадрсизланиши** истеъмол нархларига **икки чоракдан саккиз чоракча** бўлган даврда ўртача **0,3-0,4 фоиз бандга** ўсувчи таъсир кўрсатиб, ушбу таъсир даражаси **турли товарлар гуруҳида турлича** эканлиги маълум бўлди.

Хусусан, алмашув курсининг ўзгаришига **юқори сезувчан товарлар гуруҳи**га цитрус мевалар, атир совуни, шампунь, бўёқлар ҳамда ёғ ва мой маҳсулотлари кириб,

1 фоизлик валюта девальвациясида ушбу гуруҳ маҳсулотлари нархларини **0,6 фоиз** банддан юқори ўсишига олиб келади.

**Ўрта сезувчан товарлар** гуруҳига витаминлар, болалар кийими ва яллиғланишга қарши воситалар киради. Алмашув курсининг 1 фоизга қадрсизланиши натижасида ушбу товарлар нархлари ўртача **0,3-0,6 фоиз** бандга ошиши кузатилди.

Шунингдек, алшашув курси ўзгаришига нисбатан **кам таъсирчан** товарлар гуруҳига антибиотиклар, кофе, эркаклар ва аёллар кийимлари, шоколадлар ва антисептик воситалари киради. Бунда, ушбу маҳсулотлар бўйича таъсирчанлик **0,2-0,3 фоиз** бандлар оралиғида шаклланди.

## II. ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИНГ МАҚСАД ВА ВАЗИФАЛАРИ

### 2.1. Пул-кредит сиёсатининг мақсади ҳамда макроиқтисодий барқарорлик ва иқтисодий ўсишни таъминлашдаги роли

Ўзбекистон Республикаси Марказий банки пул-кредит сиёсатини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш “Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида”ги Қонунга мувофиқ **нархлар барқарорлигини ҳамда банк ва тўлов тизимлари барқарор фаолият юритишини таъминлаш** мақсадидан келиб чиқади.

Ушбу мақсадларга эришиш учун инфляция динамикасининг жорий ҳолати ва прогноз кўрсаткичлари ва умуман макроиқтисодий шароитларни инобатга олиб, Марказий банк ўрта муддатли истиқболда **инфляцияни пасайтириш ва уни барқарор паст даражада шаклланишини таъминлаш** чораларини кўриб боради.

Бунда, Марказий банк асосий эътиборни иқтисодиётда инфляцион жараёнларга сабаб бўлаётган омилларни аниқлаш ва пул-кредит сиёсати орқали бевосита таъсир кўрсатиш мумкин бўлган **монетар омилларни** максимал даражада қисқартиришга қаратади.

Шунингдек, инфляцион босимни юзага келтираётган **номонетар омиллар**<sup>6</sup> ҳам батафсил ўрганилиб, уларнинг таъсирини камайтириш борасида Ҳукумат билан биргаликда тегишли чора-тадбирлар амалга оширилиб борилади.

Иқтисодиётда барқарор паст инфляция даражасининг таъминланиши аҳоли фаровонлигини ошириш ва тадбиркорлик фаолиятини қўллаб-қувватлашнинг, қулай ишбилармонлик муҳитини яратишнинг зарурий таркибий қисми ҳисобланади.

**Биринчидан**, паст даражадаги инфляция шароитида миллий валютанинг ва бу орқали аҳоли даромадларининг **харид қобилияти** барқарор даражада сақланади. Натижада, аҳолининг истеъмол ёки жамғарма қилиш бўйича қарорлар қабул қилиши осонлашиб, иқтисодиётда

<sup>6</sup> **Инфляциянинг номонетар омиллари** – Марказий банк пул-кредит сиёсати орқали таъсир эта олмайдиган омиллар бўлиб, улар жумласига ташқи иқтисодий шароитлар, тартибга солинадиган нархлар, мавсумийлик, истеъмол товарлари бозорларидаги тўсиқ ва муаммолар, инфляцияга ялпи таклиф томонидан таъсир кўрсатувчи омиллар, меъёрий-ҳуқуқий муҳит ва бошқа таркибий омиллар (асосий жамғармалар ҳолати, иқтисодий самарадорлик, транспорт ва логистика инфратузилмаси ва бошқалар) киради.

ялпи талаб ва ялпи жамғармаларнинг мувозанатли шаклланишига эришилади.

Яъни, даромадларнинг харид қобилияти ўзгармаган шароитда иқтисодиётда **жамғариш фаоллиги ошиб**, инвестицион лойиҳаларни молиялаштириш учун **ички жамғармаларнинг барқарор даражада шаклланиши** юзага келади.

Аҳолининг, шу жумладан, даромадлари нисбатан паст бўлган қисмининг харид қобилиятини сақлаб қолиш орқали ҳам паст инфляция даражаси **ижтимоий аҳамият** касб этади. Сабаби, аҳолининг айнан паст даромадли қатлами нисбатан юқори инфляция даражасидан кўпроқ зарар кўришади ва инфляция даражаси ошиши натижасида уларнинг истеъмол ҳажми қисқариб боради.

Бугунги кунда, мамлакатимизда **камбағаллик даражасини** қисқартириш вазифалари устувор аҳамият касб этган шароитда айнан инфляциянинг пасайиб бориши, аҳоли даромадлари харид қобилиятининг сақлаб қоллиниши орқали камбағаллик даражасининг қисқаришига ҳам ижобий таъсир кўрсатади.

**Иккинчидан**, узоқ муддатли паст даражадаги инфляция тадбиркорлар учун қулай ишбилармонлик муҳитини яратади ҳамда ишлаб чиқариш жараёнларини кенгайтириш учун инвестицион қарорлар қабул қилиш ва ўрта муддатли режалаштиришни амалга ошириш имконини беради.

Тижорат банклари юқори инфляция даражасини **хатар омили сифатида кўришади** ва у бўйича потенциал харажатларни молиявий хизматлар, хусусан, кредитлар нархига (фоиз ставкасига) киритишади. Натижада, қарз маблағлари бўйича юқори фоиз ставкаларининг шаклланиши ҳам аҳоли, ҳам тадбиркорлик субъектларининг улардан фойдаланиш имкониятини қисқартиради.

Ўз навбатида, тадбиркорлик субъектлари ҳам жалб этилган қарз маблағлари бўйича харажатларни (фоиз тўловларини) ишлаб чиқарилаётган маҳсулот ёки кўрсатилаётган хизматлар нархига қўшишади ва бу инфляция даражасининг янада ошишига олиб келади.

Инфляция даражасининг паст бўлиши шароитида банклар учун жалб этиладиган ресурслар нархининг пасайиши, ўз навбатида, банклар томонидан ажратиладиган кредитлар ва бошқа молиявий инструментлар бўйича ҳам фоиз ставкаларининг пасайишига олиб келиб, **тадбиркорлик**



**субъектларининг молиялаш манбаларидан фойдаланиш имкониятларини оширади** ва шу орқали иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватлайди.

**Учинчидан**, барқарор паст инфляция шароитлари таъминланганда иқтисодий ўсиш учун қулай шарт-шароитлар яратилади, макроиқтисодий барқарорликка ижобий таъсир қилади, иқтисодиётга инвестицияларнинг шу жумладан, тўғридан-тўғри инвестицияларнинг ўсишини рағбатлантиради.

Бунда, паст инфляция даражаси иқтисодиётга киритилган маблағлар ва улардан олинадиган даромадларнинг қадри барқарор сақланиши кафолати бўлиб хизмат қилади. Аксинча, юқори инфляция даражаси ва макроиқтисодий ноаниқликлар инвестициялар оқимининг камайишига ва инвесторлар ишончининг йўқолишига олиб келади. Иқтисодиёт тармоқларига хорижий инвестициялар билан бирга илғор хориж тажрибаси ҳам кириб келиши, **нафақат иқтисодий ўсишга, балки иқтисодий самарадорликнинг ошишига ҳам хизмат қилади.**

Бундан ташқари, **нархлар барқарорлигининг таъминланиши** аҳолининг миллий валютага бўлган ишончи ортишига ва шу орқали **иқтисодиётда долларлашув даражасининг пасайишига** хизмат қилади. Аксинча, бошқа шартлар ўзгармаган ҳолатда, нархларнинг тезроқ ўсиши маҳаллий товар ва хизматларга бўлган ташқи талабнинг қисқаришига олиб келади ва натижада мамлакатга экспорт орқали валюта тушумлари ҳажми камаяди.

Нархлар даражасининг барқарорлиги жамғармаларни режалаштириш учун ҳам, узоқ муддатли қарорлар қабул қилиш учун ҳам қулай бўлиб, хорижий валютага бўлган талабнинг мувозанатлашишига хизмат қилади. Натижада, иқтисодиётнинг хорижий валюталарга боғлиқлик даражаси қисқариб, **иқтисодиётнинг ташқи хатарларга бардошлилиги ортиб боради.**

**Пул-кредит сиёсати иқтисодиётни мувозанатлаштирувчи дастаклардан бири ҳисобланади.** Иқтисодий жараёнлар доимо ҳам бир хил кўринишдаги тенденциялар билан ривожланмайди. Талаб ва таклиф омилларининг ўзгариши, биринчи навбатда, ишлаб чиқариш тебранишларини ифода этади. Амалдаги (жорий) ишлаб чиқариш ҳажми ўзининг потенциалидан четлашган ҳолатларда пул-кредит сиёсати дастаклари иқтисодиётни мувозанатлаштирувчи ролни бажаради.

Иқтисодиёт ўз потенциалидан юқори даражада бўлган шароитда **мусбат ишлаб чиқариш тафовути**<sup>7</sup> юзага келади ва инфляцияга оширувчи босим беради. Бундай ҳолатда **Марказий банк асосий ставкани оширади** ва пул-кредит шароитларини қатъийлаштириш орқали ялпи ички талаб ҳажмига таъсир кўрсатиб ишлаб чиқариш ҳажмининг потенциал даражага қайтишини таъминлайди. Ва аксинча, ишлаб чиқариш ҳажми ўз потенциалидан паст даражада бўлганда **асосий ставкани пасайтириш** орқали иқтисодиётни рағбатлантириш ва ишлаб чиқариш ҳажмини потенциал даражасигача ошириш лозим бўлади.

Марказий банк ўзида мавжуд пул-кредит сиёсати инструментлари орқали узоқ муддатли барқарор иқтисодий ўсиш суръатларини таъминлай олмайди, фақатгина **иқтисодий ўсишнинг қисқа муддатли тебранишларини мувозанатлаштириш** имкониятига эга.

Узоқ муддатли барқарор иқтисодий ўсиш суръатларини таъминлаш ва потенциал ишлаб чиқариш ҳажмларини ошириш мақсадлари ишлаб чиқариш самарадорлигини оширишга қаратилган **давомий таркибий ўзгаришларни** амалга ошириш, ишлаб чиқариш жараёнларини **техник-технологик қайта янгилаш, меҳнат унумдорлигини ошириш ва бозор тамойилларини кенг жорий этишни** тақозо этади.

Пул-кредит сиёсати иқтисодий ўсиш учун шароит яратиб беради ва иқтисодий фаолликни кўллаб-қувватлашга хизмат қилади, лекин ишлаб чиқариш потенциалини ошириш учун пул-кредит сиёсати инструментлари имкониятлари чекланган.

Умуман олганда, пул-кредит сиёсатининг пировард мақсади – мамлакатда барқарор паст даражадаги инфляцияни таъминлаш бўлса, умумий макроиқтисодий вазифа эса **аҳоли турмуш даражасининг яхшиланишига ва фаровонлигининг ошишига хизмат қилишдир.**

---

<sup>7</sup> **Ишлаб чиқариш тафовути (output gap)** – бу ҳақиқатдаги ва потенциал ишлаб чиқариш (ЯИМ) ҳажмлари ўртасидаги фарқ.

*Ижобий ишлаб чиқариш тафовути* иқтисодиётнинг реал ўсиши унинг потенциалидан ошганда юзага келади. Ресурсларнинг чекланган тақлифи шароитида, бу иқтисодиётдаги нархларга босим ўтказиши, чунки ишлаб чиқарувчилар ўсиб бораётган талабга тез мослаша олмасдан нархларни кўтаришга мажбур бўладилар. Бундан ташқари, ички тақлиф билан қондирилмаган талабнинг бир қисми импорт билан қопланади, унинг ўсиши миллий валютага девальвацион таъсир ўтказиши ва бу ҳам нархларда ўз аксини топади. Бундай муҳит иқтисодиётда инфляциянинг юқори суръатда ошишига туртки беради.

*Манфий ишлаб чиқариш тафовутида* ишлаб чиқаришнинг ҳақиқий ҳажми потенциалидан камроқ бўлади. Бундай ҳолатда, иқтисодиётда товарлар ва хизматлар нархлари ички ва ташқи истеъмолчилар томонидан етарлича талабнинг мавжуд эмаслиги сабабли пасаяди.

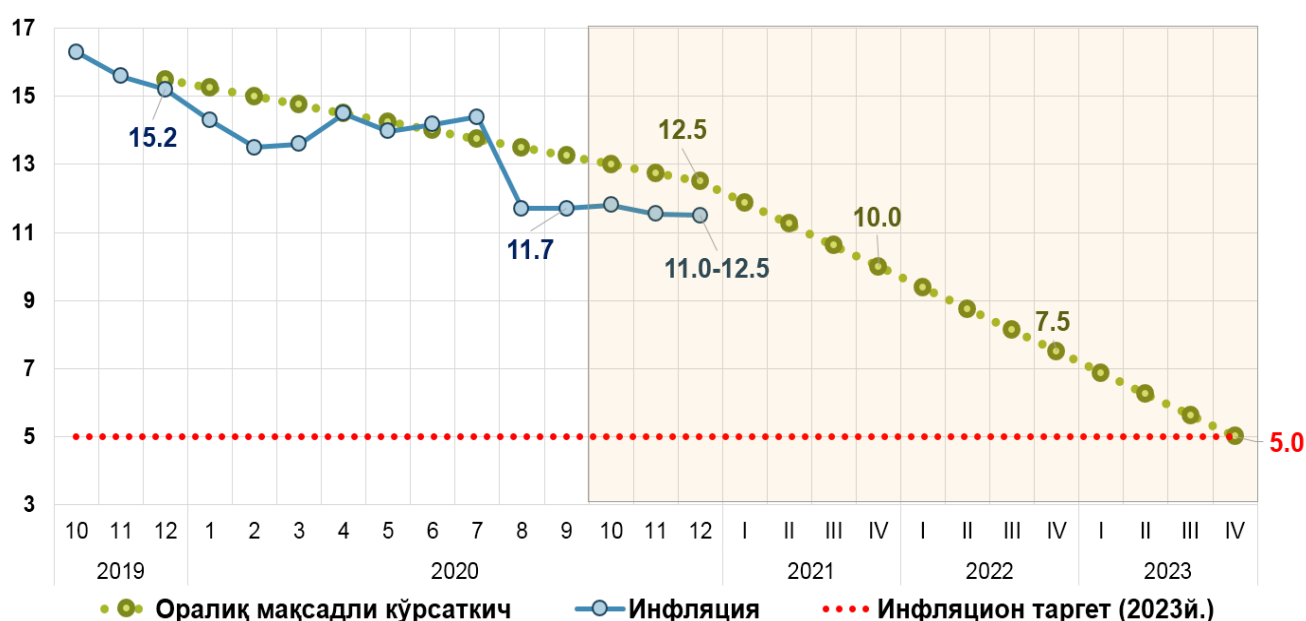
Узоқ муддатли истиқболда иқтисодий ўсиш ўзининг потенциалига яқинлашган, ишсизлик табиий даражаси атрофида бўлган ҳамда нархларга оширувчи ва пасайтирувчи босимларнинг мавжуд эмаслиги шароитида иқтисодиёт ўзининг мувозанат даражасига келади.

## 2.2. Пул-кредит сиёсатининг узоқ муддатли мақсадли кўрсаткичлари

Марказий банк 2020 йилдан бошлаб пул-кредит сиёсатини **инфляция таргетлаш режимида** амалга ошириб бормоқда ва ўрта муддатли истиқболда пул-кредит сиёсати механизмларини мазкур режим стандартларига **мувофиқлаштириш** ишларини изчил давом эттиради.

Инфляция таргетлаш режимига ўтиш доирасида пул-кредит сиёсатининг мақсадли кўрсаткичлари сифатида **инфляция даражасини 2021 йилда 10 фоизгача** пасайтириш ва 2023 йилгача **5 фоизлик** доимий даражасига эришиш белгиланган.

10-расм. Инфляция таргет ва оралиқ мақсадли кўрсаткичлар траекторияси



2023 йилдан кейинги даврда ҳам пул-кредит сиёсати инфляциянинг 5 фоизлик доимий мақсадли кўрсаткичи атрофида шаклланиши учун зарурий шароитларни таъминлаб боришга қаратилади.

Шу билан биргаликда, Марказий банк томонидан ҳар йили келгуси йил учун инфляция даражасининг **прогноз кўрсаткичлари** ишлаб чиқилади. Инфляциянинг йиллик прогноз кўрсаткичлари шаклланган ички ва ташқи шароитлар, мамлакатнинг умумий макроиқтисодий ҳолати ва инфляция омиллари шаклланишидан келиб чиқиб йил давомида ҳам ўзгартирилиши мумкин.

Хусусан, 2019 йилнинг охирида амалга оширилган прогнозда 2020 йил якуни бўйича инфляция даражаси 12-13,5 фоиз атрофида бўлиши кутилган эди. Бироқ, юзага келган ички ва ташқи шароитлар, хусусан, пандемиянинг

ялпи талабга таъсири, инфляцион омилларнинг пасайиши кўрсатган таъсирларини инобатга олган ҳолда 2020 йил апрель ойига келиб йил якуни бўйича инфляция прогнози 11-12,5 фоизгача пасайтирилди.

Таъкидлаш жоизки, қисқа муддатли даврда турли хил омиллар таъсирида инфляция даражаси ўзининг прогноз траекториясидан **юқорига ёки пастга оғиши** мумкин.

Бундай ҳолатда Марказий банк томонидан ушбу оғишга сабаб бўлган омилларнинг хусусиятларига эътибор қаратилади. Агар ушбу омиллар **фундаментал асослар** таъсирида юзага келиб, **узоқ муддатли** хусусият касб этса, пул-кредит соҳасида қарорлар қабул қилинишида ушбу омил инобатга олинади.

Агар инфляцияни юзага келтирувчи омиллар **қисқа муддатли тебранишлар**, маълум бир муддат давом этадиган ўзгаришлар (мавсумийлик, тартибга солинадиган нархларнинг оширилиши, қисқа муддатли маҳсулот тақчиллиги ёки алоҳида товарлар нархлари ошиши) натижасида юзага келган бўлса, пул-кредит соҳасида қарорлар қабул қилишда Марказий банк томонидан инфляциянинг **узоқ муддатли тренди** ва **прогноزلари** доирасида иш юритилади.

Бундай ҳолатларда, одатда, Марказий банк томонидан мўлжалли кўрсаткич сифатида **базавий инфляция** даражаси инобатга олинади ҳамда прогноз кўрсаткичларни ишлаб чиқиш, монетар омиллар таъсирини баҳолаш ва тенденцияларни таҳлил қилишда базавий инфляция кўрсаткичларидан фойдаланилади.

Ушбу шароитда, пул-кредит сиёсати **коммуникацион канали** орқали кенг жамоатчиликка инфляцияни юзага келтирувчи омиллар хусусиятлари, уларнинг давомийлиги ва қарорларнинг моҳияти тушунтириб борилади.

Марказий банк инфляцион таргетлаш режими доирасида **пул массаси, кредит қўйилмалари ёки пул базаси ўсиш кўрсаткичлари бўйича ҳеч қандай мақсадли кўрсаткич ўрнатмайди**. Фақатгина, уларнинг инфляцияга босим яратмайдиган даражада шаклланиши учун зарур бўлган пул-кредит шароитларини таъминлаб боради.

**Операцион таргет** сифатида банклараро пул бозоридаги муддати икки ҳафтагача бўлган депозитлар бўйича фоиз ставкаларини асосий ставкага яқинлаштириш Марказий банкнинг асосий вазифаси сифатида қабул қилинган.

Марказий банк қисқа муддатли пул-кредит сиёсати инструментларини фаол қўллаш орқали пул бозоридаги фоиз ставкаларини асосий ставкага яқин ва фоиз коридори доирасида шаклланиши учун шароит яратади.

Бунда **иқтисодиётдаги фоиз ставкалар динамикасига таъсир кўрсатиш** имконияти юзага келади. Иқтисодиётдаги фоиз ставкалар даражаси эса, ўз навбатида, аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг иқтисодий қарорларида ўз аксини топади ҳамда **ялпи талабнинг шаклланиши орқали инфляция даражасига таъсир кўрсатади**.

Умуман олганда, 2023 йилга қадар инфляция даражасини пасайтириш мақсадида иқтисодиётда реал фоиз ставкалар ижобийлиги таъминлаб борилади. Шунингдек, 2023 йилгача ва ундан кейинги йилларда ҳам Марказий банк Ҳукумат билан биргаликда инфляциянинг 5 фоиз даражасида шаклланишини таъминлаш бўйича зарурий чора-тадбирларни амалга ошириб боради.

Инфляцион таргетлаш режимида пул-кредит сиёсатини юритишнинг яна бир муҳим шarti, бозор тамойиллари (талаб ва таклиф) асосида **эркин шаклланувчи валюта курси** ҳисобланади. Сабаби, бошқариладиган валюта курси маълум даражада Марказий банк пул-кредит сиёсати мустақиллигини чеклаб қўяди.

Марказий банкнинг **жорий валюта сиёсати** валюта курсининг ички валюта бозоридаги талаб ва таклиф асосида шаклланишига асосланган бўлиб, валюта бозорига интервенциялар **“олтин-валюта захиралари нейтраллиги”** тамойили асосида амалга ошириб келинмоқда.

Марказий банк мамлакатимизда ишлаб чиқарилаётган монетар олтиннинг асосий сотиб олувчиси бўлиб, олтин хариди натижасида банк тизимида юзага келган ортиқча ликвидликни **стерилизация** қилиш мақсадида ички валюта бозорига интервенцияларни амалга оширади. Яъни, Марказий банк **олтин экспорти натижасида иқтисодиётга тушиши лозим бўлган хорижий валютани ички валюта бозорига интервенциялар орқали иқтисодиётга қайтаради** ва валюта курсининг фундаментал трендига таъсир этмайди.

Ўрта муддатли истиқболда ҳам Марказий банк ички валюта бозорига интервенцияларни амалга оширишда **“нейтраллик тамойили”ни сақлаб қолади**, валюта курсининг фундаментал трендига таъсир этмайди ва фақатгина кунлик интервенциялар ҳажмини белгилаш орқали валюта

курсидаги кескин тебранишлар олдини олади (йиллик интервенциялар ҳажми тўлиқ монетар олтин хариди доирасида бўлади).

## Марказий банк томонидан ўрнатилган инфляциянинг 5 фоизлик таргети моҳияти

Жаҳон тажрибасида марказий банклар томонидан инфляцион таргетлаш режимига ўтишнинг асосий тамойилларидан бири – инфляциянинг аниқ мақсадли кўрсаткичини белгилаб олиш ва мазкур кўрсаткичга (таргетга) эришиш учун барча зарурий чора-тадбирларни кўриб бориш ҳисобланади.

Марказий банк 2020 йил бошидан инфляцион таргетлаш режимига фаол ўтишни бошлади ва доимий мақсадли таргет сифатида 2023 йилда инфляциянинг 5 фоизлик даражасига эришиш вазифасини белгилади. Инфляция таргет кўрсаткичининг айнан 5 фоиз даражасида белгиланиши кенг қамровли таҳлилларга ва инфляцион таргетлаш режимига ўтган давлатлар тажрибаларига асосланади.

### **Инфляциянинг 5 фоиздан юқори таргетини ўрнатиш оқибатлари**

Асосий савдо ҳамкорларимизда инфляциянинг таргет кўрсаткичи 5 фоиз атрофида белгиланган. Хусусан, ушбу кўрсаткич Россияда – 4 фоиз, Хитойда – 3,5 фоиз, Қозоғистонда 4-6 фоиз ва Қирғизистонда – 5-7 фоизни ташкил этади.

Бундай шароитда, маҳаллий ишлаб чиқарувчиларнинг ҳам ички бозорда, ҳам ташқи бозорда рақобатбардошлигини сақлаб қолиш вазифаси ички нархларнинг ташқи савдо бўйича ҳамкор мамлакатлардаги инфляция даражасидан юқори бўлмаслигини талаб этади. Шу сабабли, инфляцион таргет нисбатан юқорироқ кўрсаткичда белгиланса, ички бозорда нархлар ўсиши юқориликча сақланиб қолинади ва маҳаллий корхоналар маҳсулотлари нархлари нисбатан юқорироқ шаклланади.

Ҳамкор давлатлардаги инфляция даражалари ўртасидаги тафовутлар импорт товарлари нархига таъсир кўрсатиб, импортнинг солиштирма устунлигини оширади. Импорт товарларига талабнинг ортиши, ўз навбатида, хорижий валютага бўлган талабни ҳам ошириб боради. Бу эса, сўмга нисбатан девальвацион босимнинг юзага келишига сабаб бўлади.

Инфляция кўрсаткичи кўплаб товарлар гуруҳларининг ўртача ўзгариш кўрсаткичи ҳисобланади. Инфляция таргетининг 5 фоиздан юқори белгиланиши (масалан, 8-10 фоиз) оқибатида, ушбу кўрсаткичга эришилган тақдирда ҳам айрим товар гуруҳлари нархларининг таргетдан юқори суръатларда ўсиши (12-14 фоиз) кузатилиши мумкин. Натижада, айнан шу товарлар учун аҳолининг харид қобилияти пасаяди. Бу эса, ўз навбатида, аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион сезилмалари ва кутилмалари юқори даражада шаклланишига сабаб бўлади.

Шунингдек, инфляция кўрсаткичининг юқори бўлиши, миллий валютага бўлган ишончнинг пасайиб боришига олиб келади. Бунда, миллий валютадаги жамғармалар камайиб, иқтисодиётда долларлашув жараёни кучаяди. Натижада, иқтисодиётда узоқ муддатли ресурсларнинг тақчиллиги ортади, мавжуд пул ва капитал ресурсларнинг нотўғри тақсимланиши юзага келади.

### **Инфляция таргетини 5 фоиздан паст даражада белгилаш оқибатлари**

Ҳалқаро амалиётда пул-кредит сиёсатининг инфляцион таргетлаш режими 1989 йилдан жорий этила бошланган. Ушбу режимга ўтган давлатлар амалиётига

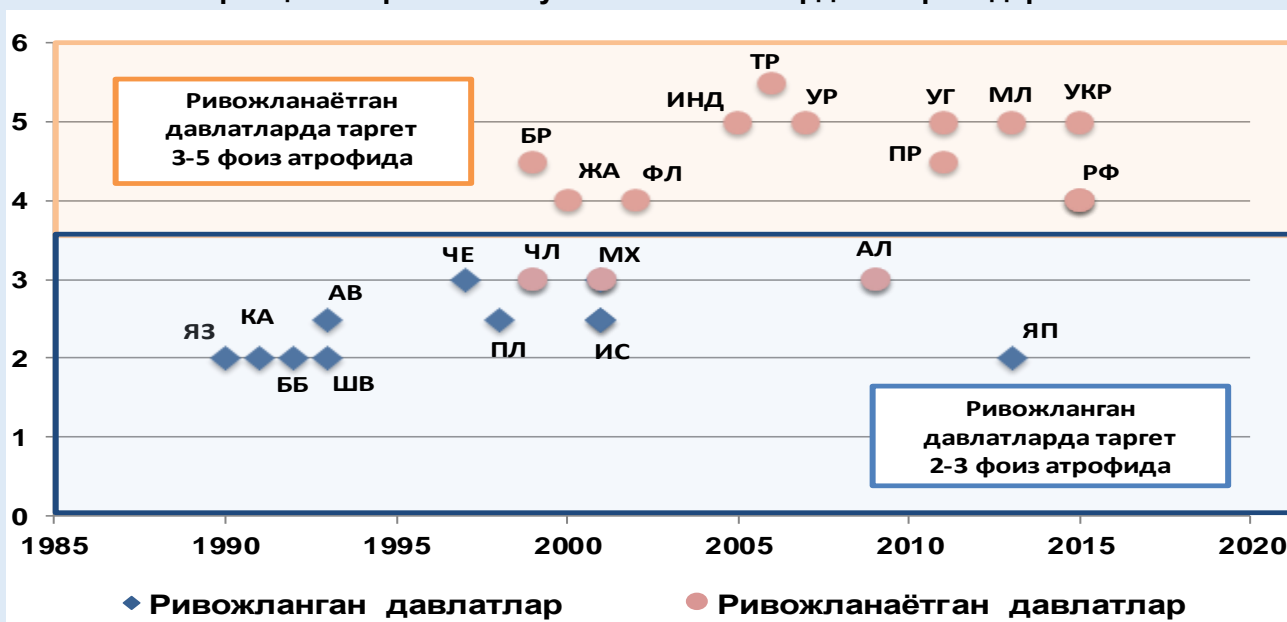
назар ташласак, инфляциянинг таргети ривожланаётган давлатлар учун 3-5 фоиз, ривожланган давлатлар учун эса 2 фоиз атрофида белгиланган.

Пул-кредит сиёсатининг мақсади инфляциянинг паст даражада шаклланишига эришиш орқали иқтисодий ўсишни таъминлаш ҳамда фуқароларнинг турмуш даражаси яхшиланиши учун қулай шароитлар яратиш ҳисобланади. Инфляциянинг жуда паст даражаси, одатда, товар ва хизматларга бўлган талабнинг етарли даражада шаклланмаслига олиб келади.

Инфляция таргет кўрсаткичи паст даражада, хусусан, 2 фоиз ва ундан пастроқ кўрсаткичда белгиланса, келгусида нархлар доимий пасайиб бориши ҳамда иқтисодиётда айрим товар гуруҳлари учун дефляцион хатарлар вужудга келиши мумкин. Келгусида паст даражадаги инфляциянинг кутилиши аҳоли истеъмолининг қисқаришига, тадбиркорлик субъектлари инвестицион қарорларининг ортга сурилишига сабаб бўлади. Бу эса, ўз навбатида, иш ҳақи ва иш ўринлари камайишига ҳамда узоқ муддатли инвестициялар ҳажмининг пасайишига сабаб бўлади.

Шунингдек, инфляция кўрсаткичи пасайиб бориши билан, мос равишда, Марказий банкнинг асосий ставкаси ҳам паст даражада шаклланади. Бунда, пул-кредит сиёсатининг муҳим инструменти ҳисобланган асосий ставканинг трансмиссион механизми самарадорлиги камайиб, иқтисодиётни инвестицион рағбатлантириш функциясини чеклайди.

#### Инфляцион таргетлашга ўтган мамлакатлардаги таргет даражаси



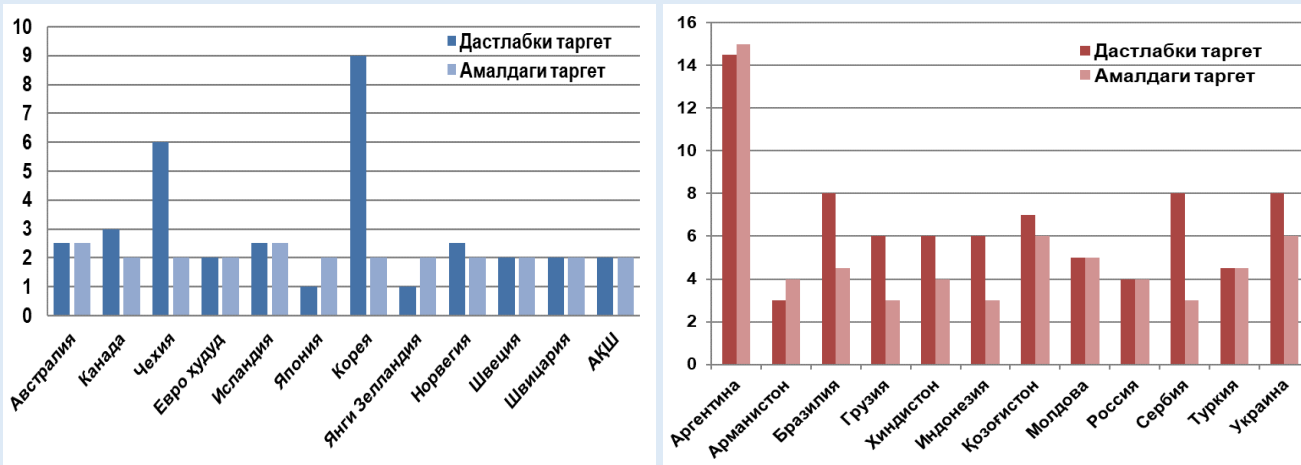
ЯЗ-Янги Зеландия	АВ-Австралия	БР-Бразилия	ФЛ-Филлипин	ПР-Парагвай
КА-Канада	ЧЕ-Чехия	ЧЛ-Чили	ТР-Туркия	УГ-Уганда
ББ-Буюк Британия	ПЛ-Польша	ЖА-Жанубий Африка	ИНД-Индонезия	МЛ-Молдова
ШВ-Швеция	ЯП-Япония	МХ-Мексика	УР-Уругвай	УКР-Украина
			АЛ-Албания	

Ривожланаётган давлатларнинг мавжуд иқтисодий имкониятлари шароитида инфляцион таргетнинг жуда паст қилиб белгиланиши, инфляцияни пасайтириш учун қаттиқ пул-кредит сиёсати юритилган ҳолатда иқтисодий ўсиш суръатларининг секинлашишига олиб келиши мумкин. Ушбу омилларни инобатга олиб, кўпчилик



ривожланаётган давлатлар томонидан иқтисодий ўсиш суръатлари ва инвестицион жараёнларга зиён етказмайдиган мақбул даражадаги инфляция кўрсаткичи сифатида 3-5 фоиз оралиғидаги таргет танланиб олинган.

### Ривожланган ва ривожланаётган давлатларда инфляцион таргет



**Манба:** Польша миллий банки тадқиқотлари

Шунингдек, ривожланган давлатларнинг кўпчилигида инфляцион таргет даражаси ўрнатилгандан буён узоқ йиллар давомида ўзгаришсиз сақланиб келаётган бўлса, аксарият ривожланаётган (Аргентина ва Арманистондан ташқари) давлатларда иқтисодий ривожланиш тенденциялари, инфляция даражаси ва прогноз кўрсаткичларини ҳисобга олиб инфляцион таргет дастилабки ўрнатилган даражадан пасайтирилган.

Хулоса қилиб айтганда, инфляция таргетининг 5 фоиз даражасида белгиланиши, мамлакатимиз имкониятларини ҳисобга олган ҳолда нархларнинг паст даражада шаклланиши орқали иқтисодий ўсиш суръатларини ва инвестицион фаолликни қўллаб-қувватлаш, аҳоли даромадлари ва жамғармаларининг харид қобилиятини сақлаб қолиш мақсадларига қаратилган.

### 2.3. Пул-кредит сиёсатини амалга ошириш тамойиллари

Марказий банк инфляцион таргетлаш режими доирасида иқтисодиётда нархлар барқарорлигини таъминлашга қаратилган пул-кредит сиёсатини амалга оширишда қуйидаги тамойилларга асосланади.

***Инфляция даражаси бўйича мақсадли кўрсаткичнинг эълон қилиниши ва унга эришишнинг устуворлиги.***

Инфляцион таргетлаш режими доирасида Марказий банк инфляция даражаси бўйича мақсадли кўрсаткич – таргетни 5 фоиз доирасида белгилади ва таргет даражаси кенг жамоатчиликка (аҳолига, бизнес вакиллари ва молия бозори иштирокчиларига) эълон қилди.

Эндиликда, Марказий банк томонидан амалга ошириладиган барча саъй-ҳаракатлар, чора-тадбирлар ва пул-кредит соҳасидаги қарорлар инфляциянинг мақсадли кўрсаткичи – таргетига эришишга қаратилади.

Мақсадли кўрсаткичларга эришилиши иқтисодиёт субъектлари томонидан Марказий банк фаолиятини баҳолаш, умуман олганда, олиб борилаётган пул-кредит сиёсатига бўлган ишончни шаклланишининг асосий мезони ҳисобланади.

Шу нуқтаи назардан, макроиқтисодий соҳада қабул қилинаётган барча қарорлар инфляцион мақсадлар билан уйғун ҳолда қабул қилиниши ва Марказий банк фаолиятида инфляциянинг таргет кўрсаткичларига эришиш вазифаси бошқа вазифалардан устун аҳамият касб этиши лозим.

***Марказий банк асосий ставкаси пул-кредит сиёсатини юритишнинг асосий инструменти ҳисобланади.*** Марказий банкнинг асосий ставкаси – банк тизими ликвидлигини тартибга солиш бўйича банклар билан амалга ошириладиган операцияларда қўлланиладиган фоиз ставка ҳисобланиб, асосий ставка даражасини белгилаш орқали Марказий банк томонидан жалб қилинадиган ва тақдим этиладиган қисқа муддатли ресурсларнинг нархи белгиланади.

Пул-кредит сиёсатининг операцион механизми Марказий банкнинг асосий ставкаси ва фоиз коридори асосида ишлайди. Пул-кредит сиёсати операцион механизми орқали Марказий банкнинг қарорлари аввал банклараро пул бозорига ва кейинчалик эса иқтисодиётдаги депозит ва кредитлар фоиз ставкаларига ўтиб боради.

Марказий банк асосий ставкасини кўриб чиқиш бўйича Бошқарув йиғилиши, пул-кредит сиёсатининг асосий йўналишларида олдиндан белгиланган график асосида **йилда 8 мартаба** ўтказилади.

Бунда, Марказий банк томонидан асосий ставка бўйича қарорни эълон қилиш билан бир қаторда унинг **келгуси кутилаётган даражаси (траекторияси) бўйича сигналларнинг берилиши** иқтисодиёт субъектларининг узоқ муддатли инфляцион кутилмалари шаклланишида муҳим ўрин тутмоқда.

**Қарорларнинг макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлар асосида қабул қилиниши.** Марказий банкнинг фоиз ставка бўйича қарорлари иқтисодий фаолликка ва ялпи талабга босқичма-босқич, маълум **вақт оралиғида кечикиш** билан таъсир кўрсатади. Шу сабабли, Марказий банк пул-кредит сиёсати бўйича қарорларни қабул қилишда ҳар томонлама асосланган **макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлар, инфляциянинг прогноз кўрсаткичларидан** келиб чиқади.

Бугунги кунда Марказий банк макроиқтисодий прогнозларни ишлаб чиқишда, асосан, **Чораклик прогнозлаштириш моделидан (QPM)** фойдаланмоқда. Бошқа эконометрик моделлар прогноз натижаларини таққослашда ва тадқиқотларни амалга оширишда ишлатилади.

Таъкидлаш жоизки, асосий ставка бўйича қарорлар **маълум даражадаги ноаниқликлар** шароитида қабул қилинади. Сабаби, макроиқтисодий прогнозлар иқтисодий ривожланишнинг эҳтимолий истиқболлари, жаҳон хомашё ва молия бозорларидаги кутилаётган ўзгаришлар ва бошқа омиллар асосида шакллантирилади. Шу сабабли ҳам, Марказий банк пул-кредит сиёсати йўналиши бўйича қарорлар қабул қилишда омилларнинг нисбатан барқарор тенденцияларидан ва уларнинг **инфляция даражасига таъсиридан** келиб чиқади.

Мамлакатда ва глобал иқтисодиётда ноаниқликлар кучаяётган жорий даврда Марказий банкнинг **таҳлил-прогноزلар салоҳиятини такомиллаштириш** ва **замонавий эконометрик моделларни жорий этиш** кун тартибидаги муҳим масалалардан ҳисобланади.

**Шаффоф коммуникация сиёсати – инфляцион таргетлаш режимидagi пул-кредит сиёсатининг муҳим дастағи.** Инфляцион таргетлаш режимининг асосий элементларидан бири бу пул-кредит соҳасида қабул қилинаётган қарорларнинг очиқлиги ва бу борадаги шаффофликнинг таъминланиши ҳисобланади.

Самарали **коммуникация сиёсатининг** ишлаб чиқилиши ва пул-кредит сиёсати соҳасида қабул қилинаётган қарорларнинг кенг жамоатчиликка ўз вақтида ва тушунарли тилда етказилиши аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари **инфляцион кутилмалари** шаклланишида муҳим аҳамият касб этади.

Олдинги йилларда пул-кредит сиёсати бўйича қарорларнинг иқтисодий субъектларига етказилмаганлиги сабабли уларнинг инфляцион кутилмалари, асосан, **миллий валюта девальвациясига** боғлиқ бўлиб қолган.

Инфляцион таргетлашга ўтиш даврининг бошланиши билан Марказий банк **информацион ахборот очиқликка** катта эътибор бермоқда. Асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича ҳар бир бошқарув йиғилиши якунлари бўйича пресс-релиз эълон қилиниши, Марказий банк Раиси ёки унинг ўринбосарлари иштирокида пресс-брифинглар ташкил этилиши ҳамда чораклик “Пул-кредит сиёсати шарҳи” ва “Инфляция ва инфляцион кутилмалар шарҳи” шу йўлда қўйилган муҳим қадамлардан ҳисобланади.

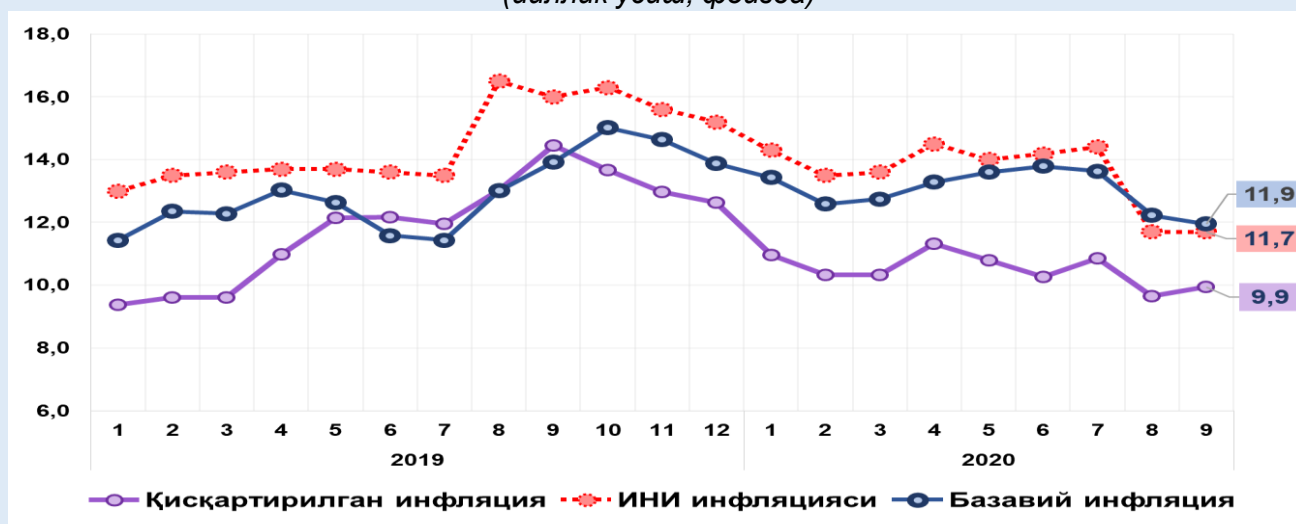
Инфляция динамикасининг пасайиб бориши, Марказий банк томонидан инфляциянинг мақсадли кўрсаткичлар доирасида шаклланишининг таъминланиши ва коммуникацион шаффофликнинг ортиши билан аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмаларига **миллий валюта девальвациясининг таъсири пасайиб, инфляция мақсадли кўрсаткичининг (таргетининг) таъсири ортиб боради**. Бу эса, ўз навбатида, **трансмиссион механизм фоиз канали самарадорлигининг ортишига** хизмат қилади.

### Базавий ва қисқартирилган инфляция

**Базавий инфляция** – истеъмол нархлари индексининг таркибий қисмларидан бири бўлиб, инфляцияга таъсир кўрсатувчи турли хил мавсумий ўзгариш хусусиятига эга бўлган товарлар, хусусан, мева ва сабзавотлар ҳамда айрим турдаги нархлари маъмурий тартибга солинадиган товарларни чиқариб ташлаш йўли билан ҳисобланади. Мазкур ҳисоблаш усули орқали аниқланган базавий инфляция кўрсаткичи инфляциянинг фундаментал трендини ва пул-кредит сиёсатининг нархлар динамикасига таъсир кўламини доимий кузатиб бориш имконини беради.

Шунингдек, Марказий банк томонидан таҳлил мақсадларида базавий инфляция кўрсаткичи билан бирга **қисқартирилган инфляция** ҳам ҳисоблаб борилади. Ойлик қисқартирилган инфляцияни ҳисоблашда юқори нарх тебранишларига эга бўлган товар ва хизматлар умумий истеъмол нархлари индексидан чиқарилади. Яъни, нархлари кўпроқ ўзгарган (нархлари энг юқори ошган ва энг кўп пасайган 10 та) товар ва хизматлар ҳисобга олинмайди.

Базавий ва қисқартирилган инфляциянинг 2020 йил 9 ойлик динамикаси  
(йиллик ўсиш, фоизда)



2020 йилнинг ўтган 9 ойи давомида базавий инфляция тренди умумий инфляцияга ўхшаш динамикани намоён этди. Бунда, базавий инфляция январь-июль ойлари давомида умумий инфляциядан паст даражада шаклланган бўлса, август-сентябрь ойлари давомида ундан бироз юқори бўлди.

Шунингдек, умумий ва базавий инфляция ўртасидаги тафовут (спред) май-июль ойларида олдинги даврларга нисбатан қисқариб, бу, асосан, мева ва сабзавотлар нархининг май ойидан бошлаб мавсумий арзонлашиши ҳамда тартибга солинадиган нархларнинг ўзгаришсиз сақланиб қолиши билан изоҳланади.

Базавий инфляциянинг карантин даврида бироз ўсиши киритилган қатъий карантин чоралари даврида озик-овқат маҳсулотлари нархларининг сезиларли даражада ошиши билан ҳамда товар ва хизматлар таклифида юзага келган қисқаришлар билан боғлиқ. Бироқ, жорий йил июль ойидан бошлаб базавий инфляция умумий инфляция каби пасаяувчи трендни намоён қилди ва сентябрь ойида йиллик **11,9 фоизни** ташкил этиб, умумий инфляция даражасидан бироз юқори бўлди.

### III. 2019-2020 ЙИЛЛАРДА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИДА АМАЛГА ОШИРИЛГАН ИШЛАР

#### 3.1. 2019-2020 йилларда пул-кредит сиёсати соҳасида амалга оширилган ишлар ва пул-кредит шароитлари

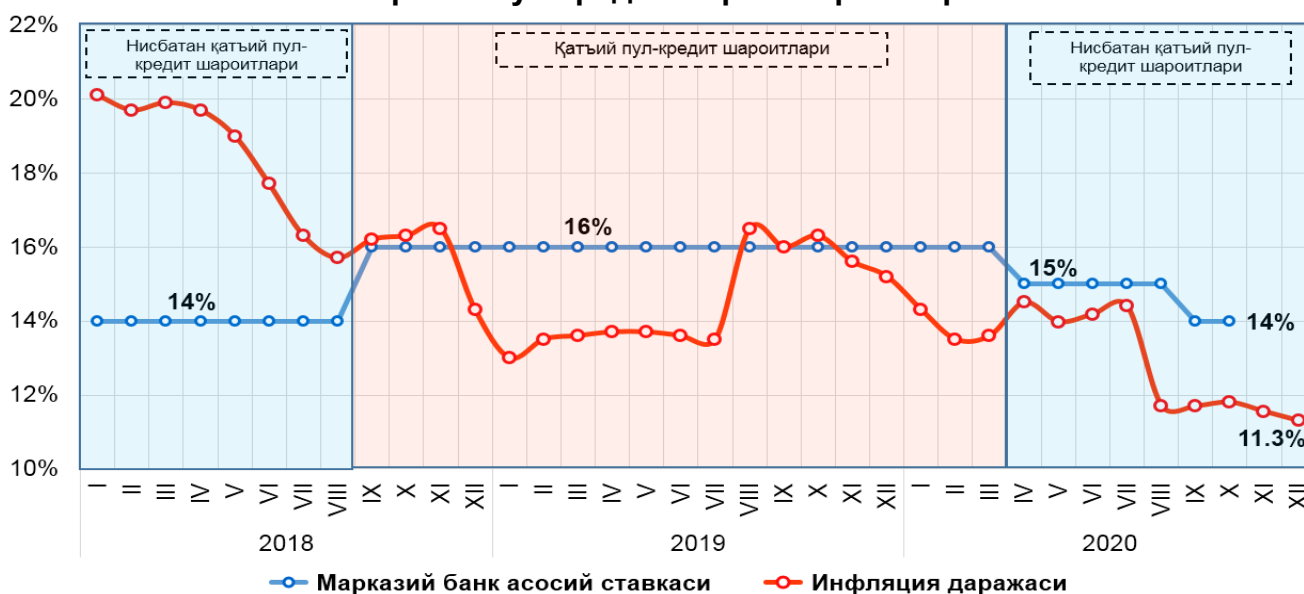
**2019 йилда** пул-кредит сиёсати юқори инфляцион босим остида амалга оширилди. 2017-2018 йилларда бўлгани каби 2019 йилда ҳам аввалги йиллар давомида йиғилиб келган инвестицион чанқоқликнинг юзага чиқиши ва **иқтисодийга ажратилган кредитлар** ҳажмининг юқори суръатларда ошиши кузатилди.

Ушбу даврда иқтисодий фаоллик ва ялпи талаб ҳажмининг ўсиш суръатлари юқори даражада шаклланганлиги, давлат бюджетининг дефицит билан ижро этилиши ва тартибга солинадиган нархларнинг оширилиши инфляция суръатларини тезлашишига олиб келди. Натижада, 2019 йил август ойида йиллик инфляция даражаси йил бошидаги **13** фоиздан **16,5** фоизгача кўтарилди.

Шу муносабат билан 2019 йил давомида Марказий банк томонидан **пул-кредит шароитлари “қатъий”** даражада сақлаб турилди.

Таъкидлаш жоизки, 2018 йилнинг III чорагига қадар бўлган даврда Марказий банк томонидан пул-кредит сиёсати **“нисбатан қатъий”** фазада юритилган. Пул-кредит шароитларининг “қатъий” фазасига 2018 йилнинг 25 сентябридан инфляция динамикаси ва юзага келиши мумкин бўлган инфляцион омилларни инобатга олган ҳолда асосий ставкани йиллик **14** фоиздан **16** фоиз даражасигача кўтариш орқали ўтилган.

11-расм. Пул-кредит шароити фазалари



Айни пайтда, 2019 йилнинг бошидан инфляцион таргетлаш режимини жорий этишнинг **меъёрий-ҳуқуқий асосини** яратиш, Марказий банкнинг **макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлаш** салоҳиятини ошириш, **коммуникация сиёсатини** ривожлантириш, пул-кредит сиёсатининг **операцион механизмини** янада такомиллаштириш бўйича чоралар амалга оширила бошланди.

Хусусан, пул-кредит сиёсати ва Марказий банк фаолиятининг меъёрий-ҳуқуқий асосини мустаҳкамлаш мақсадида **“Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида”**ги Қонуни янги таҳрирда ишлаб чиқилди.

2019 йил ноябрь ойида янги таҳрирда қабул қилинган **“Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида”**ги Қонунда Марказий банк фаолиятининг асосий мақсади **иқтисодиётда нархлар барқарорлигини таъминлаш** эканлиги аниқ белгилаб қўйилди ва бу пул-кредит сиёсатини инфляцион таргетлаш режимига ўтказишда муҳим қадам бўлди.

Шунингдек, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 18 ноябрдаги **“Инфляцион таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида”**ги Фармони билан пул-кредит сиёсатини **2020 йилдан** инфляцияни таргетлаш режими стандартларига мослаштириш бўйича бир қатор вазифалар белгиланди.

Хусусан, инфляциянинг **2021 йил учун 10 фоизлик оралиқ мақсади** ва **2023 йилда 5 фоизлик доимий мақсад – таргетга эришиш** бўйича Ҳукумат ва Марказий банк ҳамкорликда амалга оширадиган чора-тадбирлари белгилаб берилди. Бунда, макроиқтисодий соҳада амалга ошириладиган чора-тадбирлар **инфляцион мақсадлар билан уйғунликда** амалга оширилиши лозимлигига алоҳида аҳамият қаратилади.

Инфляцияга **номонетар омиллар таъсирини** пасайтириш, яъни истеъмол товарлари бозорларида монополияни қисқартириш, рақобатни ривожлантириш, тармоқларда энергия самарадорлигини ошириш орқали таннархни пасайтириш, меҳнат унумдорлигини ошириш, ички бозорни асосий озиқ-овқат маҳсулотлари билан узлуксиз таъминлаш бўйича аниқ мақсадли чоралар ишлаб чиқилди.

2019 йилнинг сўнги чорагида давлат бюджети ҳаражатларининг **мақбуллаштирилиши**, йил давомидаги қатъий пул-кредит шароитлари 2019 йил якунлари бўйича инфляция даражасининг **15,2 фоизгача** пасайишига имкон берди.

2020 йил бошидан Марказий банк “**Пул-кредит сиёсатининг 2020 йил ва 2021-2022 йиллар даврига мўлжалланган асосий йўналишлари**”га мувофиқ асосий сценарий доирасида “**қатъий**” пул-кредит шароитлари давом эттирилди.

Қатъий пул-кредит шароитларини таъминлаш мақсадида, банк тизими ликвидлигида юзага келган профицитни самарали тартибга солиш, банкларнинг даромад келтирмайдиган активларини даромад келтирадиган муқобил инструментлар билан алмаштириш ва шу орқали бошқа актив операцияларга (хусусан, кредитларга) бўлган нарх босимини пасайтириш мақсадида **Марказий банк облигациялари** муомалага чиқарила бошланди.

2020 йил январь-февраль ойлари давомида жами **1,75 трлн.** сўмлик қисқа муддатли Марказий банк облигациялари муомалага чиқарилиб, тижорат банклари ўртасида жойлаштирилди.

2020 йилнинг **24 февралидан** бошлаб, банклараро пул бозори **фоиз ставкаларини самарали тартибга солиш** ва уларнинг Марказий банк асосий ставкасига яқин даражадаги фоиз коридори доирасида шаклланишини таъминлаш мақсадида **қисқа муддатли пул-кредит операциялари** амалиётга жорий этилди. Ушбу операцияларнинг март ойидаги соф таъсири ликвидликни **жалб қилишга** қаратилди.

Лекин 2020 йил март ойининг иккинчи ярмидан пандемиянинг кенг тарқалиши ва мамлакатимизда карантин чоралари жорий этилиши пул-кредит сиёсати шароитларида ҳам биров ўзгартиришлар қилишни тақозо этди.

Жаҳонда рўй берган инқирозли вазият ва пандемиянинг олдини олишга қаратилган карантин чоралари **иқтисодий фаоллик** ва ялпи талабга таъсир кўрсатди. Хусусан, хизмат кўрсатиш соҳаларидан транспорт, умумий овқатланиш, туризм, савдо, маиший хизматлар соҳаларида фаолликнинг сезиларли пасайиши кузатилди. Шунингдек, меҳнат ресурслари ҳаракатланиши, транспорт ва логистика соҳасидаги чекловлар, товарларни божхона чегараларидан олиб ўтиш бўйича маълум бир узилишлар кўплаб ишлаб чиқариш соҳаларидаги фаолликка ҳам таъсир кўрсатди.

Ушбу ҳолатлар инфляция даражасига **талаб омиллари** томонидан босимнинг пасайишига олиб келди ва 2020 йил I чорак якунлари бўйича йиллик инфляция даражаси йил бошидаги **15,2 фоиздан 13,6 фоизгача** пасайди.



2020 йилнинг апрель ойига келиб иқтисодий фаолликнинг пасайиши фонида инфляция динамикасида пасайтирувчи омиллар вази юқорилигини инобатга олиб, 2020 йил якуни бўйича инфляциянинг прогноз кўрсаткичлари **12-13,5 фоиздан 11-12,5 фоизгача** пасайтирилди.

Инфляция даражасининг прогноз динамикаси пасайиши, шунингдек, **нархлар барқарорлигини таъминлаш бўйича мақсадлар доирасидан чиқмаган ҳолда** иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлаш вазифаларидан келиб чиқиб, 2020 йил 15 апрелдан Марказий банкнинг асосий ставкаси **йиллик 16 фоиздан 15 фоизгача** пасайтирилди ва қатъий пул-кредит шароитлари бироз юмшаб, **“нисбатан қатъий”** фазага ўтиш бошланди.

Карантин даврида тижорат банклари томонидан аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг **26,5 трлн.** сўмлик кредитлар бўйича тўловлари муддатлари узайтирилди ва айти пайтда банклар томонидан мижозлар олдидаги барча мажбуриятларни тўлиқ бажарилиши банк тизимидаги ликвидлик ҳажмининг пасайишига таъсир кўрсатди. Юзага келган шароитларни инобатга олиб, 2020 йил апрель ойидан бошлаб Марказий банкнинг ликвидликни тартибга солиш операциялари устувор равишда тижорат банкларига зарур бўлган **ликвидликни тақдим этишга** қаратилди.

Бундан ташқари, пандемия шароитида банкларни ликвидлик билан қўллаб-қувватлаш ҳамда уларнинг жорий шароитларга мослашувчанлигини ошириш мақсадида, **мажбурий захиралашнинг ўртачалаш коэффиценти** 2020 йил апрелда **25 фоиздан 35 фоизгача** ва 2020 йил июнь ойида **75 фоизгача** оширилди. Шу орқали жами **2,8 трлн.** сўмлик ликвидлик тижорат банкларига қайтарилди.

Таъкидлаш жоизки, Марказий банк томонидан ликвидликни тартибга солиш бўйича жорий этилган операциялар ва мажбурий захиралаш тартибларидаги юмшатишлар коронавирус пандемияси даврида банкларни зарурий ликвидлик билан таъминлаш, ва **тўлов тизимининг узлуксиз** фаолият юритишига хизмат қилди.

2020 йилнинг июнь ойида карантин чораларининг юмшатилиши таъсирида иқтисодий фаоллик кўрсаткичларида бироз тикланиш кузатилди. Карантин шароитларида аҳоли томонидан **бирламчи озиқ-овқат маҳсулотлари** ва **дори-дармонларга** бўлган талабнинг ошиши таъсирида йиллик инфляция даражаси июль ойида **14,4** фоизгача кўтарилди.

Шунингдек, ушбу даврда мавсумий характердаги инфляция кўрсаткичларида ҳам кутилгандек пасайиш кузатилмади.

**12-расм. Инфляция даражаси, асосий ставка ва иқтисодий фаоллик индексининг ўзгариши**



2020 йил июль ойига келиб, пандемия билан боғлиқ вазиятнинг ёмонлашуви натижасида 10 июлдан бошлаб мамлакатимизда яна карантин чекловлари жорий этилди ва натижада иқтисодий фаоллик маълум бир тикланишдан кейин яна пасайди. Ушбу ҳолат аҳоли ва тадбиркорлар истеъмол талабининг бироз қисқаришига ва таркибининг оптималлашишига олиб келди.

Талаб омиллари таъсиринининг мувозанатлашиши, 2019 йил август ойидаги тартибга солинадиган нархлар ўзгариши ҳиссасининг инфляция даражасидан чиқиб кетиши ва мавсумийлик таъсирида 2020 йилнинг август ойига келиб, йиллик инфляция даражаси сезиларли пасайди ва 11,7 фоизни ташкил этди.

Тартибга солинадиган нархлар эркинлаштирилиши бўйича 2020 йилга мўлжалланган қарорларнинг кейинги йилларга қолдирилиши ва инфляциянинг пасаявчи динамикаси, ўз навбатида, 2020 йил якуни бўйича инфляциянинг **11-12,5** фоизлик прогноз доирасида шаклланишига бўлган **ишончни янада мустаҳкамлади.**

Ушбу омилларни инобатга олиб, шунингдек, иқтисодий фаолликнинг тикланиши шароитларида реал фоиз ставкалар ижобийлигини таъминлаш мақсадида 2020 йилнинг 11 сентябридан Марказий банкнинг асосий ставкаси **йиллик 15 фоиздан 14 фоизгача** пасайтирилди.

Натижада, 2020 йилнинг III чораги сўнгига келиб пул-кредит шароитлари бироз юшмаб, ўзининг **“нисбатан қатъий”** фазасига тўлиқ ўтди. Марказий банк инфляциянинг прогноз динамикасидан келиб чиқиб, мазкур нисбатан қатъий пул-кредит шароитларини 2020 йил охирига қадар сақлаб қолиши эҳтимоллиги ошди.

2020 йил сўнгига қадар инфляцияни оширувчи ва пасайтирувчи омилларнинг вазнларини инобатга олиб, йил якунида инфляция даражаси 11-12,5 фоизлик прогноз коридорининг **қуйи чегарасида** бўлиши кутилмоқда.

## Хорижий марказий банкларнинг пул-кредит сиёсати ва капитал оқимлари

Жорий йил I чорагида коронавирус пандемиясининг тарқалиши ва давлатларнинг ёпилиши шароитида март-апрель ойларидан бошлаб иқтисодий фаолликнинг қисқариши дунёнинг барча йирик иқтисодиётларида **пул-кредит сиёсатининг юмшатилишига** олиб келди.

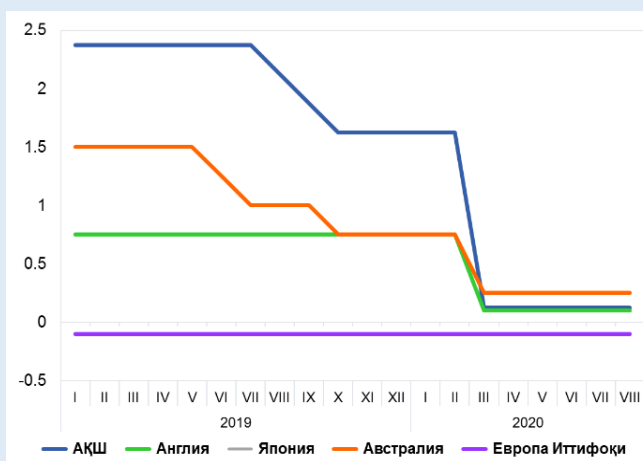
АҚШ, Англия ва Австралияда марказий банк асосий ставкаси нолга яқин қийматгача пасайтирилган бўлса, Япония ва Европа Иттифоқи мамлакатларида марказий банк асосий ставкалари яна узоқ вақт давомида манфий ставкада (-0,1 фоиз атрофида) сақланиб қолиши тўғрисида сигналлар берилди.

Ушбу даврда, ривожланаётган мамлакатларда ҳам асосий ставкалар пасайиш томонга кўриб чиқилиб, пул-кредит сиёсатларининг иқтисодий фаолликни қўллаб қувватлашдаги роли оширилди.

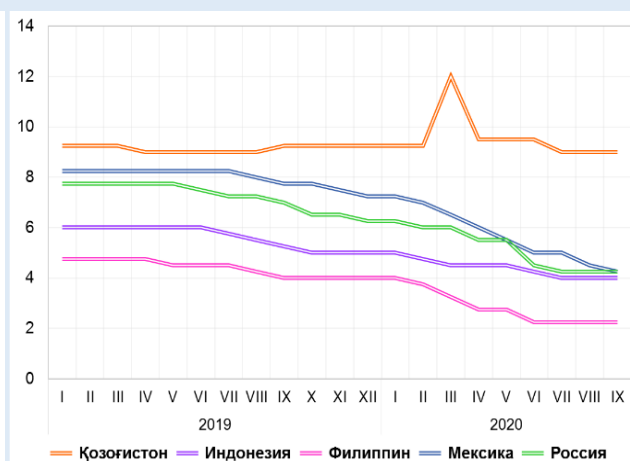
Ривожланган мамлакатларда фоиз ставкалари ва активлар даромадлигининг пасайиши инвесторларнинг хатар мукофотини кучайтириб, капиталнинг ривожланган давлатлардан ривожланаётган мамлакатларга ўтишини рағбатлантиради. Бунда, нисбатан юқори даромадлилик таклиф этиш орқали ривожланаётган бозорлар хорижий марказий банкларнинг юмшоқ пул-кредит сиёсатидан манфаатдор бўлади.

Бироқ, халқаро тажриба халқаро капитал кўп ҳолларда инфляция даражаси нисбатан паст ва валюта курслари барқарор бўлган мамлакатларга кириб боришини кўрсатмоқда. Шу билан бирга, инвесторларнинг нафақат фоиз ставкалари ва рентабеллик даражасидан, балки инфляция ва миллий валюталарнинг ўзгарувчанлик даражасидан келиб чиқиб қарор қабул қилиш кайфияти кучайиб бормоқда.

**Ривожланган мамлакатларда пул-кредит шароитлари юмшатилиши**



**Ривожланаётган мамлакатларда пул-кредит шароитлари юмшатилиши**



**Манба:** Халқаро ҳисоб-китоблар банки.

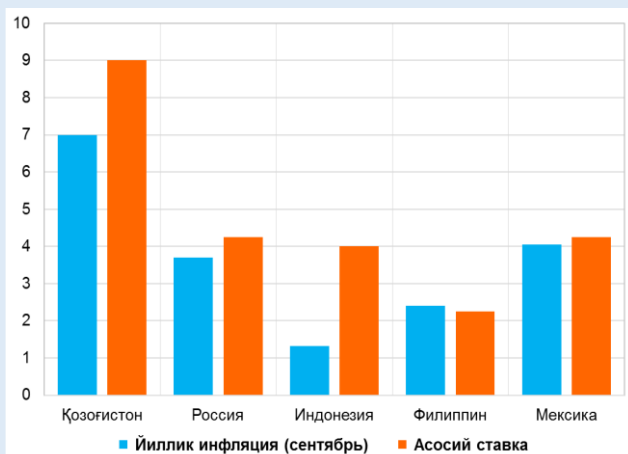
Кўпгина ривожланаётган иқтисодиётларда инфляция даражаси амалдаги фоиз ставкаларидан юқори бўлиб, миллий валюта курси беқарор бўлса, инвесторларнинг

реал даромадлари юқори хатар даражасини қопламайди ва натижада мамлакатга капитал оқими кириши чекланади.

“JP Morgan” банки томонидан ҳисобланадиган “Ривожланаётган бозорлар валюталари индекси”га назар ташласак, индекснинг пасайиши, асосан, асосий ставкалар пасайтирилган даврга тўғри келган. Шунингдек, мазкур давлатлардан капитал оқимининг давом этиши натижасида август-сентябрь ойлари давомида ҳам валюта индексининг пасайиши кузатилган.

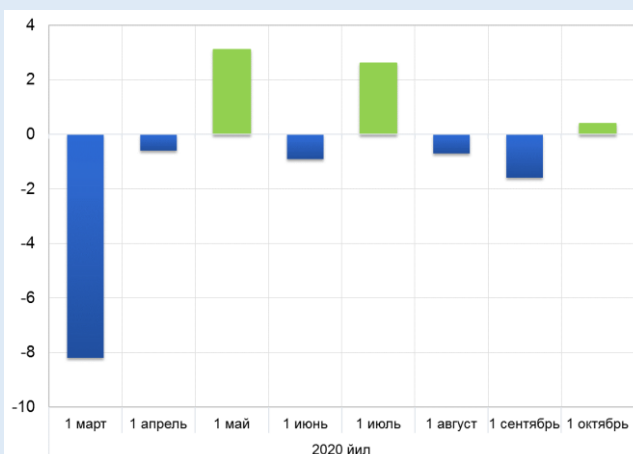
Халқаро молия институти (Institute of International Finance) таҳлилларига кўра, ривожланаётган давлатлардан капитал чиқиб кетиши май ойидаги 6,3 млрд. доллардан июль ойида 8,0 млрд. долларгача ошди. Хусусан, қарз қимматли қоғозлари бозоридан капитал чиқиб кетиш оқими 4,2 млрд. долларни ва фонд бозоридан 3,8 млрд. долларни ташкил этди. Мазкур давлатларда ташқи қарзнинг ортиши билан боғлиқ ноаниқликларнинг кучайиши капитал чиқиб кетишининг асосий омилларидан бўлди.

#### Ривожланаётган давлатларда инфляция даражаси (фоизда)



Манба: Марказий банклар веб-сайтлари.

#### “JP Morgan” инвестицион банки томонидан ҳисобланадиган ривожланаётган бозорлар валюталари индекси



Манба: “Bloomberg Analytics”.

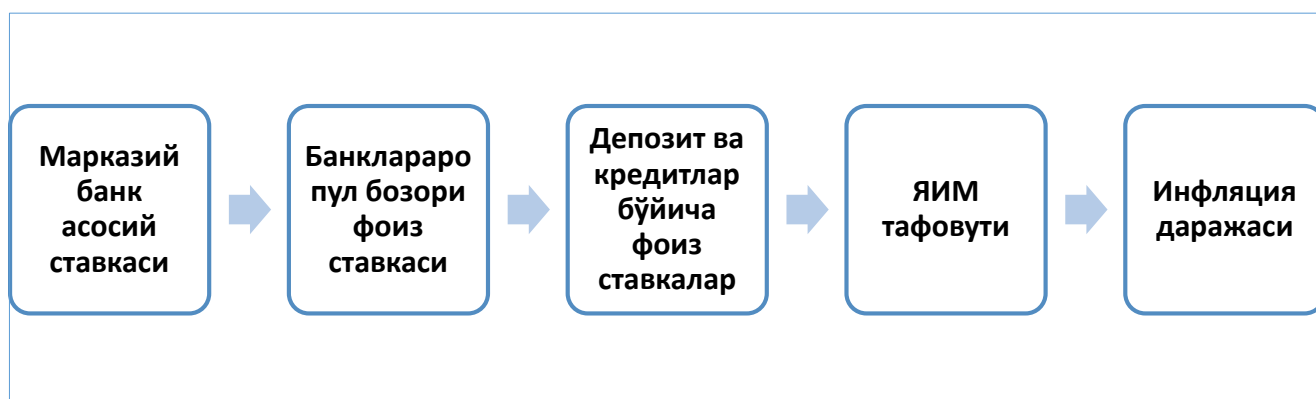
Хулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, капиталнинг кириши ёки чиқиб кетиши иқтисодиётдаги фоиз ставкалар билан бир қаторда, муҳимлиги ундан кам бўлмаган иқтисодиётда нархлар ва миллий валюта курси барқарорлиги, давлат қарзи даражаси каби бошқа омилларга ҳам боғлиқ.

### 3.2. Трансмиссион механизмнинг фоиз каналини ривожлантириш бўйича кўрилган чоралар ва мавжуд муаммолар

Трансмиссион механизмнинг фоиз канали инфляцион таргетлаш режими доирасида Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати бўйича қарорларини иқтисодиётга ўтишини таъминловчи асосий канал ҳисобланади. Мазкур каналнинг ривожлантирилиши, ўз навбатида, **Марказий банкнинг иқтисодиётдаги фоиз ставкаларга таъсирини кучайтиришга** хизмат қилади.

Шу билан бирга, фоиз канали иқтисодиётдаги ялпи талабга таъсир кўрсатган ҳолда **ишлаб чиқариш тафовутини мувозанатлаштириш** орқали инфляцион (ёки дефляцион) босимларни юмшатиб, бартараф этиш имконини беради (13-расм).

13-расм. Марказий банк асосий ставкаси бўйича қарорларнинг фоиз канали орқали инфляцияга таъсири



Юқорида келтириб ўтилган чоралар – асосий ставка ва фоиз коридорининг, қисқа муддатли пул-кредит сиёсати инструментларининг жорий этилиши, банк тизими ликвидлигининг самарали тартибга солиниши, пул бозори фоиз ставкаларининг асосий ставка орқали бошқарилиши **трансмиссион механизмнинг фоиз каналини ривожлантириш** йўлидаги дастлабки чоралар ҳисобланади.

Бунда, аввало, Марказий банк томонидан **операцион мақсаднинг** белгилаб олинганлиги ва пул-кредит сиёсати инструментларини мазкур мақсадга эришишга йўналтирилиши фоиз канали аҳамиятини оширади.

Инфляцион таргетлаш режимига ўтган аксарият давлатларда операцион мақсад сифатида пул бозоридаги **овернайт депозитлар** бўйича фоиз ставкаларни асосий ставкага яқинлаштириш белгиланган.

Бизнинг ҳолатда банклараро пул бозорида амалиётлар сонининг камлиги, банклар томонидан ликвидлик етарлича бошқарилмаслиги сабабли **операцион мақсад** сифатида пул бозоридаги **14 кунгача бўлган депозитлар** бўйича фоиз ставкаларни Марказий банк асосий ставкасига яқин даражада шаклланишини таъминлаш этиб белгиланган.

Операцион мақсадга эришишда Марказий банк **қисқа муддатли пул-кредит сиёсати инструментларидан** фаол фойдаланади. Хусусан, фоиз коридорининг юқори ва қуйи чегарасида **доимий тусда ўзгармас ставкада чекланмаган миқдорда овернайт РЕПО, валютавий своп ва депозит операциялари** амалга оширилади.

Бу эса, банклараро пул бозорида депозитлар бўйича фоиз ставкаларининг Марказий банк фоиз коридори доирасида бўлишини таъминлайди. Яъни, банклар Марказий банкдан **исталган вақтда чекланмаган миқдорда** фоиз коридори юқори чегарасидаги ставкада ликвидлик олиш имкониятига эга бўладилар ва бу пул бозоридаги фоиз ставкаларга ҳам ўз таъсирини кўрсатади.

Банклараро депозит бозоридан фарқли равишда Марказий банкнинг валютавий своп ва РЕПО операциялари **гаров мулки** (хорижий валюта ёки давлат қимматли қоғози) бўлишини талаб этади. Шу сабабли ҳам Марказий банк Молия вазирлиги билан биргаликда давлат қимматли қоғозлари эмиссиясини амалга ошириш орқали банкларда **гаров базасини шакллантиришга** алоҳида эътибор қаратмоқда.

Овернайт операциялар пул бозори фоиз ставкаларининг **фоиз коридори доирасида** бўлишини таъминласа, асосий ставка доирасида амалга ошириладиган валютавий своп, РЕПО ва депозит аукционлари пул бозори фоиз ставкаларининг **асосий ставкага яқин даражада** шаклланиши учун хизмат қилади.

2020 йилнинг ўтган даврида пул-кредит сиёсати операцион механизмини такомиллаштириш йўлида амалга оширилган чора-тадбирлар пул бозори фоиз ставкаларининг асосий ставкага яқин, фоиз коридори доирасида шаклланиши учун замин яратди (*14-расм*).

Фоиз канали самарадорлигини оширишда **банк тизими ликвидлигининг тартибга солиниши** муҳим ўрин тутди. Шу сабабли, Марказий банк умумий ликвидлик даражасини кунлик кузатиб, таҳлил қилиб, унинг **қисқа муддатли** (кунлик, ҳафталик, ойлик ва чораклик) **прогнозини** белгилаб боради.

**14-расм. Банклараро пул бозоридаги кунлик депозитлар ҳажми (млрд. сўм) ва 14 кунгача муддатли депозитлар фоиз ставкаси (фоизда)**



*Манба: Марказий банк маълумотлари.*

Айнан прогноз қилинаётган ликвидлик даражасидан келиб чиқиб, Марказий банк аукционлари ва облигациялари бўйича ҳажмлар белгилаб олинади. Бунда, банк тизими ликвидлигида таркибий ортиқчалик (тақчиллик)нинг юзага келмаслиги муҳим бўлиб, **етарлича тартибга солинмаган ликвидлик даражаси** пул бозори фоиз ставкаларининг фоиз коридоридан юқорига (ёки пастга) тебранишига сабаб бўлади.

Фоиз ставкасининг самарадорлигини таъминлашга бир қатор омиллар таъсир кўрсатади. Хусусан, ривожланишнинг ҳозирги босқичида узоқ йиллардан буён йиғилиб қолган **“инвестицион чанқоқлик”** – аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг кредитларга бўлган юқори талаби **сўнги 2-3 йилда юзага чиқди** ва кредитлар бўйича фоиз ставкаларининг кескин ўсиши учун асосий омиллардан бўлди.

Ушбу ҳолатга, аҳоли ва тадбиркорлик субъектларнинг **инфляцион кутилмалари** ҳам маълум маънода ўз таъсирини кўрсатди. Айнан уларнинг инфляция бўйича юқори кутилмалари ҳам кредитлар бўйича фоиз ставкалар юқори бўлса-да унга бўлган талабнинг пасаймаслигига сабаб бўлмоқда.

Инфляцион кутилмалар узоқ йиллар давомида **миллий валюта девальвациясига боғлиқ** ҳолда шаклланганлиги, уларни жиловлаш, инфляциянинг таргет кўрсаткичларига боғлиқлигини таъминлаш маълум бир муддатни талаб этади.



Бу биринчи навбатда, Марказий банкка, хусусан, унинг пул-кредит сиёсатига бўлган ишончнинг шаклланиши билан чамбарчас боғлиқ.

Фоиз канални ривожлантириш йўлида ташланган яна бир қадам иқтисодиётда имтиёзли кредитлар улушини қисқартириш мақсадида, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 18 ноябрдаги **“Инфляция таргетлаш режимига босқичма-босқич ўтиш орқали пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш тўғрисида”**ги ПФ-5877-сонли Фармонида:

- **2020 йил 1 январдан** бошлаб тижорат банклари томонидан (миллий валютада) янгидан бериладиган **барча турдаги кредитлар**, шу жумладан, давлат дастурлари доирасида ажратиладиган кредитлар бўйича фоиз ставкалари **Марказий банк асосий ставкасидан кам бўлмаган даражада** белгиланиши;

- **2021 йил 1 январдан**, зарур ҳолларда, фоиз харажатларининг маълум бир қисмини **компенсация қилиш механизмларини** қўллаш орқали тижорат банкларига фоиз ставкаларини мустақил белгилаш ҳуқуқини берган ҳолда **кредитларни имтиёзли фоиз ставкаларида бериш амалиёти бекор қилиниши** белгиланган.

Бу эса, Марказий банк пул-кредит сиёсати бўйича қарорларининг иқтисодиётдаги барча кредитлар бўйича фоиз ставкаларга бирдек таъсир кўрсатишига имкон яратади ва **фоиз канали самарадорлигини ошишига** хизмат қилади.

Амалиётда баъзи **истисно ҳолатлар** (қишлоқ хўжалигига ажратилган кредитлар ёки имтиёзли ипотека кредити бўйича) мавжуд бўлиб, келгуси даврларда улар бўйича фоиз ставкаларининг бозор тамойиллари асосида шаклланишини таъминлаш ва кредит қўйилмалари таркибида имтиёзли кредитларни максимал даражада қисқартириш режалаштирилган.

Фоиз канални ривожлаштиришда яна бир масала, қарз қимматли қоғозлари бўйича **“даромадлилик эгри чизиғи”**ни шакллантириш бўлиб, унинг тўлақонли шаклланиши нафақат иқтисодиётдаги депозит ва кредитлар, балки облигациялар фоиз ставкалари орқали ҳам пул-кредит шароитларини таъминлаш имконини беради.

Бугунги кунда қарз қимматли қоғозлари бозорининг етарли даражада ривожланмаганлиги, давлат қимматли қоғозлари эмиссиясининг камлиги ва улар бўйича **даромадлилик даражасининг банк тизими ликвидлигига**

**боғлиқлиги** самарали “даромадлилик эгри чизиғи” шаклланишига тўсқинлик қилмоқда.

Келгуси даврларда Марказий банк Молия вазирлиги билан биргаликда **давлат қимматли қоғозлари эмиссиясини амалга ошириш**, хусусан, турли муддат ва ҳажмлардаги облигацияларни чиқариш орқали **келгуси макроиқтисодий кутилмалар тўғрисида маълумот берувчи даромадлилик эгри чизиғини шакллантириш** бўйича ишларни жадаллаштиради.

Бунда, тўғри шаклланган “даромадлилик эгри чизиғи” нафақат фоиз канали самарасини ошириб иқтисодиётда зарурий пул-кредит шароитлари шаклланишига хизмат қилади, балки бошқа молиявий бозорлар учун **“бенчмарк” вазифасини** ҳам бажаради.

Пул-кредит сиёсати фоиз канали таъсирчанлигини оширишнинг яна бир муҳим элементи бу мамлакатда **молия бозорларининг ривожланиши** ҳисобланади. Молия бозорларининг ривожланиши иқтисодиётда молиявий ресурсларни самарали қайта тақсимланишига ва бевосита узоқроқ муддатли пуллар нархининг бозор тамойиллари асосида шаклланишига замин яратади.

## IV. 2021-2023 ЙИЛЛАРДА ПУЛ-КРЕДИТ СИЁСАТИНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ ВА ИЧКИ ВАЛЮТА БОЗОРНИ РИВОЖЛАНТИРИШ ЙЎНАЛИШЛАРИ

### 4.1. Пул-кредит сиёсати операцион механизмини такомиллаштириш чоралари

Пул-кредит сиёсатининг операцион механизми инфляцион таргетлаш режими доирасида 2020 йил давомида **янги инструментлар тўплами** билан кенгайтирилди. Бу борада, олдинда турган энг муҳим вазифалардан бири мазкур операцион механизм инструментларини ва пул-кредит сиёсати жараёнларини инфляцион таргетлаш режими стандартларига тўлиқ мослаштириш ҳисобланади.

Ушбу йўналишда банк тизими ликвидлигини тартибга солиш самарадорлигини ошириш, пул бозорида банкларнинг 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.** 2019-2020 йиллар давомида банк тизими ликвидлигини таҳлил ва прогноз қилишда янги услублар жорий қилинди. Умумий ликвидликка таъсир этувчи ҳар бир омилни чуқур ўрганиш, уларнинг кутилаётган таъсирини доимий маълумот алмашуви орқали самарали прогноз қилиш имконияти яратилди.

Келгуси даврларда эса, ликвидликнинг автоном омилларини прогнозлашда **замонавий эконометрик моделларни қўллаш**, ташқи субъектлар, шу жумладан, Молия вазирлиги билан ҳукумат операциялари бўйича маълумот алмашиш жараёнларини кучайтириш ва прогноз даврини кенгайтириш режалаштирилган.

Хусусан, ликвидликка таъсир этувчи ҳар бир омилдаги **мавсумийлик** ва маълум **фундаментал трендларни** аниқлаш бўйича ишлар такомиллаштирилади. Бунда, омилларнинг узоқ муддатли фундаментал трендини аниқлаш учун эконометрик моделларни жорий этиш прогнозлар сифатини оширишга ва банк тизими ликвидлигини самаралироқ тартибга солишга хизмат қилади.

Шунингдек, ликвидлик прогнозиди Молия вазирлиги билан ҳукумат операциялари бўйича, тижорат банклари билан нақд пулга ва валютага

талаб бўйича, Ўзбекистон Тикланиш ва тараққиёт жамғармаси ва Қишлоқ хўжалигини давлат томонидан қўллаб-қувватлаш жамғармаси билан улар томонидан амалга ошириладиган операциялар бўйича доимий маълумот алмашиш жуда муҳим ҳисобланади. Келгусида доимий маълумот алмашиш тизими такомиллаштирилиб, маълумотлар сифати ва аниқлиги ошириб борилади.

**2. Пул-кредит сиёсати операцияларини ўтказиш механизмларини янада такомиллаштириш.** 2020 йилда пул-кредит операциялари орқали банк тизими ликвидлиги динамикасидаги тебранишлар камайтирилди, ликвидликни тақсимлаш ва қайта тақсимлаш самарадорлиги оширилди.

Келгуси йилларда амалга ошириладиган муҳим чоралардан бири Марказий банк томонидан пул-кредит операцияларининг фақат **бир томонга қаратилган йўналишини** белгилаш бўлади. Ликвидлик тақдим этиш ёки жалб қилиш бўйича аниқ йўналишни аниқлашда макроиқтисодий сценарийларга мувофиқ келадиган пул-кредит шароитларидан келиб чиқилади.

Операцияларнинг бир томонга йўналтирилиши ва пул бозорида Марказий банк ролининг босқичма-босқич камайтириб борилиши банклар ўртасида ресурсларни ўзаро самарали тақсимлаш ва қайта тақсимлаш амалиётларини ривожлантириб бориш орқали таъминланади.

Шунингдек, бугунги кунда фақат 2 ҳафталик РЕПО, валютавий своп ва депозит аукционлари амалга ошириладиганлигини инобатга олиб, ликвидликни бошқаришда инструментларнинг мослашувчанлигини ошириш мақсадида, ҳафталик ва 2 кундан 13 кунгача бўлган **“тўғрилаш операциялари”**ни (‘fine-tuning’) жорий этиш режалаштирилган.

Ликвидлик прогнозидан келиб чиқиб ўтказиладиган аукционлар ҳажми ҳам доимий равишда банкларнинг талаб (тақчиллик) ва таклифидан (ортиқчалик) келиб чиқиб ўзгартириб борилади ва уларнинг ликвидликни бошқаришдаги аҳамияти оширилади.

Бундан ташқари, овернайт операцияларни амалга ошириш вақтига ҳам ўзгартириш киритиш режалаштирилган бўлиб, банкларнинг мавжуд ликвидликни аввало **банклараро пул бозорида ўзаро самарали қайта тақсимлашларини рағбатлантириш** ва Марказий банкнинг иштирокини босқичма-босқич камайтириб бориш мақсадларидан келиб чиқилади.

**3. Марказий банк облигацияларининг ликвидликни бошқаришдаги аҳамияти.** 2020 йилнинг ўтган 9 ойи давомида Марказий банк томонидан чиқарилган **3,55 трлн.** сўмлик облигациялар таркибий профицитни жалб этишда муҳим ўрин тутди.

Келгуси даврда Марказий банк облигациялари муддатини нисбатан қисқартириш ва асосан, **3-6 ойлик** облигацияларни муомалага чиқариш режалаштирилмоқда. Бунда, ҳар чорак бошида келгуси чорак учун **чиқарилиш графигини эълон қилиб бориш** ва банк тизимида шаклланган ликвидлик ҳолатидан келиб чиқиб мазкур ҳажмларни олдиндан ўзгартириб бориш муҳим бўлиб, банкларга **ликвидликни самарали режалаштириш** имконини беради.

Ўз навбатида, Молия вазирлиги томонидан давлат қимматли қоғозлари, асосан, **узоқроқ муддатга** чиқарилишини рағбатлантириш, қисқароқ муддатли Марказий банк облигацияларининг мунтазам эмиссия қилиб борилиши **даромадлар эгри чизиғининг қисқа муддатли қисмини шакллантиришга** хизмат қилади.

**4. Банклараро пул бозори фаоллигини ошириш.** Пул-кредит сиёсати янги инструментларининг жорий этилиши ва банклар томонидан ликвидликни самаралироқ бошқарилиши банклараро пул бозори фаоллашуви учун ҳам туртки бўлди. Хусусан, пул бозори операциялари ҳажми март ойидаги **1,4 трлн.** сўмдан сентябрь ойида **6,6 трлн.** сўмгача ошди.

Шунингдек, келгуси йилларда банкларнинг пул бозоридаги фаоллигини янада ошириш, ҳар бир банкнинг ликвидликни пул бозоридан фойдаланган ҳолда бошқаришини рағбатлантириш ва ликвидликнинг, биринчи навбатда, **банклар орасида самарали қайта тақсимланишини** ташкил этишга асосий эътибор қаратилади.

Банкларнинг ликвидликни ўзаро қайта тақсимлашини рағбатлантириш учун Марказий банк **фоиз коридорини кенгайтириш** масаласи ҳам кўриб чиқилиши ва бу орқали пул бозоридаги амалиётлар жозибадорлиги оширилиши мумкин.

Шунингдек, зарур ҳолларда **мувофиқлашган сиёсат** юритиш, хусусан, пул-кредит сиёсати ва пруденциал сиёсатларнинг самарали интеграциясини таъминлаш орқали пул бозорини янада ривожлантириш чоралари кўриб борилади.

**5. Пул бозори индексини шакллантириш.** Капитал ва молия бозорлари ривожланмаган бугунги кунда пул бозори фоиз ставкалари индекси иқтисодиётда **молиявий инструментлар нархини баҳолаш** учун асосий **“бенчмарк”** вазифасини ўтамоқда.

Марказий банк томонидан банклараро **пул бозори фоиз ставкаларини** расмий веб-саҳифаси ва телеграм канали орқали кунлик эълон қилиш йўлга қўйилган бўлиб, келгусида **пул бозори индексини** шакллантириш ва доимий эълон қилиб бориш орқали иқтисодиёт субъектларига ресурслар нархи шаклланиши ҳақидаги сигналларни бериш кучайтирилади.

Ушбу йўналишда Европа тикланиш ва тараққиёт банки кўмагида “Пул бозорини такомиллаштириш бўйича ишчи гуруҳи” ташкил этилган бўлиб, хорижий экспертлар иштирокида пул бозори индексини ҳисоблаш методологияси ишлаб чиқилмоқда.

## 4.2. Ички валюта бозорини ривожлантириш йўналишлари

Пул-кредит сиёсатини инфляцион таргетлаш режимига ўтказиш доирасидаги муҳим вазифалардан бири ички валюта бозорини ривожлантириш, шу орқали бозор тамойиллари асосида эркин шаклланувчи валюта курси сиёсатини юритиш ҳисобланади.

Талаб ва таклиф асосида эркин шаклланувчи валюта курси эса, ўз навбатида, **пул-кредит сиёсати мустақиллигини** ошириб, унинг инструментлари орқали иқтисодиёт субъектлари қарорларига таъсир кўрсатиш имкониятини кенгайтиради.

2017 йил сентябрь ойидан бошлаб **валюта бозори либерализацияси**, ва 2018 йилдан Марказий банк интервенцияларини амалга оширишда **“олтин-валюта захиралари нейтраллиги”** тамойилининг киритилиши ва валюта курсининг ички валюта бозоридаги талаб ва таклиф асосида шаклланиши ушбу йўналишда эришилган ижобий ўзгаришлардан ҳисобланади.

Шу билан бирга, ички валюта бозорини янада такомиллаштириш бўйича қатор чора-тадбирларни амалга ошириш кўзда тутилган. Ушбу йўналишдаги тадбирларни самарали амалга оширилиши **валюта курсининг ички ва ташқи омилларга мослашувчанлигини ошириш** имконини беради.

Натижада, ташқи хатарлар шароитида валюта курси мазкур **хатарлар таъсирини** ўзига олиб (“risk absorber”), унинг **иқтисодиётни мувофиқлаштирувчи** (“automatic stabilizer”) сифатидаги аҳамияти ортади.

**1. Валюта курсини аниқлашда жорий фиксация қилиш (“fixing”)<sup>8</sup> усулидан давомли аукцион – “matching” услуга ўтиш.** Ўзбекистон ички валюта бозорида валюта савдолари “fixing” усулида ўтказилади. 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**

<sup>8</sup> **Фиксация қилиш (“fixing”) усулида** ички валюта бозорида сотиб олиш ва сотиш учун аризаларнинг умумий ҳажми мувозанатини таъминлайдиган ягона курс белгиланади.

**аниқлашдаги аҳамияти ортади.** Марказий банк ҳам бозорнинг бир иштирокчиси сифатида ўз интервенцияларини амалга оширади.

Мазкур усул валюта курси шаклланишида бозор тамойилларини кенгроқ жорий этиш, унинг тўлиқ талаб ва таклиф асосида шаклланишини таъминлаш ҳамда макроиқтисодий шароитларга мослашувчанлигини ошириш имконини беради.

**2. Ички валюта бозорида маркет-мейкерлик институтини ривожлантириш.** 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 ролини камайтириш ва **тижорат банкларининг маркет-мейкер (бозорни ташкил этувчи) ролини 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 банклараро валюта бозори фаолияти самарадорлигини оширишга хизмат қилади.

**3. Тижорат банкларининг валюта бозоридаги фаоллигини ошириш.** Тижорат банкларининг ички валюта бозорини янада ривожлантиришдаги, хусусан, валюта курсини аниқлашдаги ролини ошириш мақсадида, тижорат банкларининг мижозлар номидан банклараро валюта савдосида қатнашиш амалиётидан воз кечиш ва уларга очиқ валюта позицияси доирасида чет эл валютасини эркин сотиб олиш ва сотиш имкониятлари яратилади.

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.

**4. Марказий банкнинг ички валюта бозоридаги интервенцияларини такомиллаштириш.** Марказий банкнинг ички валюта бозоридаги интервенциялари ҳам айнан иқтисодиётга тушиши лозим бўлган хорижий валютани тўлиқ ҳажмда валюта бозорига қайтаришга асосланган бўлиб, валюта курсининг **фундаментал трендига таъсир**



**этмаган ҳолда унинг тебраниш даражасини мувозанатлаштириш** мақсадидан келиб чиқиб амалга оширилади.

Келгуси йиллар давомида Марказий банк интервенцияларини такомиллаштириш, ички валюта бозорида талаб ва таклифни мувозанатлаштиришдаги ролини сақлаб қолган ҳолда валюта курсига таъсирини минималлаштириш мақсад қилинган. Шундан келиб чиқиб, бугунги кунда халқаро экспертлар ва илғор хориж тажрибасидан келиб чиқиб, **“Марказий банкнинг 2021-2025 йилларга мўлжалланган валюта интервенциялари стратегияси”** ишлаб чиқилади.

Стратегия ўз ичига Марказий банк валюта интервенцияларининг асосий тамойиллари, мақсад ва вазифалари, интервенция шакллари ҳамда у соҳадаги коммуникацион сиёсат жараёнларини қамраб олади. Бунда, ички валюта бозорида амалга ошириладиган интервенцияларнинг ҳажмлари тўғрисидаги маълумотларни **ойлик ва кунлик кесимда** аввалдан эълон қилиб бориш, интервенцияларнинг валюта курсига таъсирини минималлаштириш кўзда тутилган.

Шунингдек, ички валюта бозори мувозанатлилиги, молиявий тизим барқарорлиги, трансмиссион механизм валюта курси каналининг самарадорлигини ошириш каби омиллар валюта сиёсати борасидаги мақсадларни амалга оширишда муҳим ўрин тутди.

Бундан ташқари, валюта бозорини янада ривожлантириш доирасида **“Валюта бозорида этика кодекси”**ни қабул қилиш, шаффофликни ошириш, комиссия тўловларни стандартлаштириш, валюта мониторингини рақамлаштириш каби бир қатор чора-тадбирлар белгиланган бўлиб, келгуси йиллар давомида босқичма-босқич амалга ошириб борилади.

### 4.3. Пул-кредит сиёсати трансмиссион механизмни такомиллаштириш йўналишлари

Марказий банк **асосий ставкани ўзгартириш** орқали иқтисодиётдаги фоиз ставкаларга ва молиявий активлар нархига 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 бир неча каналлар орқали амалга ошади ҳамда инфляцион таргетлаш режимида **фоиз канали асосий ўрин тутади** ва бошқа каналларга (валюта курси канали, кредит канали, жамғарма канали, инфляцион кутилмалар канали ва бошқалар) ҳам сезиларли таъсирга эга бўлади.

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

**Фоиз канали.** Келгуси йилларда ҳам фоиз канали самарадорлигини янада ошириш ва унинг ҳар бир бўғимини ривожлантириш бўйича ишлар давом эттирилади. Хусусан, юқорида келтириб ўтганимиз, **операцион механизмни такомиллаштириш** орқали асосий ставка ўзгаришининг банклараро пул бозорига самарали ўтиши таъминланади.

Таъкидлаш жоизки, асосий ставка ўзгаришининг пул бозори фоиз ставкаларида акс этиши бироз муддат талаб қилади ва 2020 йил давомида асосий ставкани 2 маротаба пасайтириш натижасидаги кузатишларимиз бизнинг шароитда ушбу давр **1 ойгача** давом этиши маълум бўлди.

Пул бозорида банклар фаоллигини янада ошириш ва бунинг учун **зарурий пруденциал норматив шароитларини таъминлаш** ҳам муҳим ҳисобланади.

Жумладан, 2020 йилнинг дастлабки ярим йиллиги давомида пруденциал нормативларнинг кучайтириб борилиши натижасида пул бозорида узоқроқ муддатли ликвид маблағларга талаб ортиб, улар бўйича фоиз ставкаларнинг фоиз коридоридан сезиларли даражада юқорига тебраниши кузатилди.

Каналнинг иккинчи бўғини, яъни пул бозори фоиз ставкаларининг иқтисодиётга ўтишида ҳам 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 2-3 йилда юзага чиқди ва бу, ўз навбатида, улар бўйича фоиз ставкаларининг ортишига ва пул бозори фоиз ставкаларидан тафовутининг (спред) кенгайишига олиб келди. Натижада юқори фоиз ставкалари **инфляцион кутилмаларнинг шаклланишига салбий таъсири** орқали инфляцияга босимни юзага келтирса, кредит ҳажмларининг 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 ҳажмлари ва улар бўйича фоиз ставкалар ўсишини мувозанатлаштириб боради.

Шунингдек, ўрта муддатли истиқболда ҳам **банк депозитлари бўйича реал ижобий фоиз ставкаларнинг таъминлаб борилиши** ва **валюта курсининг барқарор даражада шаклланиши** ҳамда **рақамли банк хизматларининг ривожлантирилиши** орқали аҳоли жамғармаларининг босқичма-босқич банк тизимига кириб келиши кутилмоқда.

Умуман, фоиз каналининг ривожлантирилиши фоиз ставкалар бўйича қарорларнинг иқтисодиёт субъектларига ўтиши орқали уларнинг қарорларида ўзининг самаралироқ аксини топади. Натижада, ялпи талабнинг шаклланиши орқали **инфляцияга бўлган босимларни пул-кредит сиёсати орқали назорат қилиш** имконияти юзага келади.

**Валюта курси канали.** Капитал оқимлари эркин ҳаракатланадиган ва молиявий бозорлари етарлича ривожланган мамлакатларда **фоиз каналининг валюта курси канали билан кучли боғлиқлиги** кузатилади. Хусусан, фоиз ставкаларининг пасайиши мамлакатга капитал оқимининг камайишига сабаб бўлиб, валюта курси девальвациясини келтириб чиқаради.

Миллий валюта қадрсизланиши эса, ўз навбатида, **экспортни қўллаб-қувватлаши ва импортни чеклаши** нуқтаи назаридан пул-кредит

шароитларини юмшатовчи ва иқтисодий ўсишни рағбатлантирувчи омиллардан ҳисобланади.

Бизнинг шароитда эса фоиз ва валюта курси каналларининг ўзаро боғлиқлиги нисбатан пастроқ бўлиб, молия ва капитал бозорлари етарли даражада ривожланмаганлиги, давлат қимматли қоғозлари бозорига норезидентларнинг киришига чекланганлиги сабабли фоиз канали таъсири фақатгина банк тизимида жалб этадиган хорижий кредит линиялари оқимида таъсир кўрсатиши мумкин.

Шунингдек, фоиз ставкалар ўзгариши аҳолининг жамғариш кайфиятига, хусусан, **жамғармаларнинг валюта таркибига** сезиларли таъсир ўтказди. Жумладан, фоиз ставкаларнинг 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 яхшиланади, балки бозор инфратузилмаси ҳам ривожланади.

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 каналидан фойдаланиланилмоқда. 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 индикаторга эътибор берилади.

Ҳозирги валюта оқими шароитларида (жорий операциялар ҳисобварағининг юқори тақчиллиги, инвестициялар ҳажмининг нисбатан камлиги) валюта курсидан қатъий пул-кредит шароитларини таъминлаш инструменти сифатида фойдаланиш Марказий банкдан **қўшимча интервенциялар амалга оширишни** талаб этиб, ўрта муддатли истиқболда **макроиқтисодий барқарорликка** путур етказиши мумкин.

Шу сабабли, РСАК ижобий тафовути **табiiй равишда**, мамлакатга валюта оқими сезиларли даражада ошган шароитда ички валюта бозорида шаклланган **талаб ва таклиф асосида** юзага келиши лозим.

Бунда, юқори баҳоланган валюта курси шароитида **импорт нархларининг арзонлашиши** инфляция даражасига пасайтирувчи босим беради. Бироқ, бир вақтнинг ўзида экспортни чеклаши ҳам мумкин бўлиб, мазкур таъсир кучини аниқлаш учун келгусида **экспорт таркибини таҳлил қилиш ва унга валюта курси таъсирини чуқур ўрганишни** тақозо этади.

Мамлакат экспортини асосий қисмини хомашё экспорти ташкил этган шароитда валюта курси ўзгаришларининг экспорт ҳажмига кучли таъсири кузатилмайди. Шу сабабли ҳам, келгуси даврларда иқтисодий ўсиш ва инфляция даражаси ўртасидаги мувозанатни таъминлаган ҳолда **валюта курси каналидан дезинфляцион омилларни юзага келтиришда фойдаланиш** имконияти вужудга келади.

Бундан ташқари, нисбатан юқори баҳоланган валюта курси иқтисодиёт субъектлари инфляцион кутилмаларининг ҳам пасайишига сабаб бўлиб, инфляциянинг пасайишига **билвосита** таъсир кўрсатади. Шунингдек, жамғармаларнинг долларлашуви қисқариб, уларнинг банк тизимига қайтиши иқтисодиётда барқарор инвестицион ресурсларнинг шаклланиши орқали иқтисодий ўсишга туртки берувчи омилларни юзага келтиради.

**Кредит канали.** Маълумки, кредит канали фоиз канали билан кучли боғлиқликда бўлиб, фоиз ставкалар ўзгариши кредит ҳажмига ва у орқали иқтисодий ўсишга сезиларли таъсир кўрсатади. Бироқ, юқорида келтириб ўтганимиздек, фоиз ставкалар ўзгаришининг кредитлар ўсиш суръатига таъсири, бизнинг иқтисодиётимизда нисбатан паст бўлиб, бу сўнгги йилларда юзага чиққан **“инвестицион чанқоқлик”**, **имтиёзли кредитлаш амалиёти ва кредитлар долларлашув даражаси** билан боғлиқ.

**Тадбиркорлик субъектларида** мазкур боғлиқлик нисбатан кучлироқ сезилиб, фоиз ставкалар 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 ставкалар 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 заруриятини белгилайди.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 18 ноябрдаги “Инфляция 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.

**Кредитлар долларлашув даражасини қисқартириш** нисбатан узоқ муддатли жараён бўлиб, миллий валютадаги кредитлар бўйича фоиз ставкаларнинг пасайиб бориши ва валюта хатарини хеджирлаш инструментларининг кенг жорий этилиши билан боғлиқ.

Шунингдек, бугунги кунда хорижий валютадаги кредитлар асосан **инвестицион лойиҳалар ҳамда товар ва хизматлар импортини молиялаштириш учун** ажратилаётган бўлиб, ялпи истеъмол таркибида маҳаллий ишлаб чиқарилган товар ва хизматлар улушининг ортиб бориши ва хорижий инвестицияларнинг ошиши билан кредитлар долларлашувининг ҳам қисқариши тахмин қилинмоқда.

**Инфляция кутилмалар канали.** Пул-кредит сиёсати трансмиссион механизмнинг яна бир муҳим канали инфляция кутилмалар канали бўлиб, иқтисодиётдаги **ялпи истеъмол, жамғарма ва инвестициялар ҳажмини** белгилашда муҳим ўрин тутди.

Инфляция кутилмалар каналини ўрганиш жараёнларини такомиллаштириш йўлида Марказий банк томонидан 2018 йилдан бошлаб аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг **инфляция сезилмалари, кутилмалари ва уларни шакллантирувчи омилларни** аниқлаш бўйича ойлик сўров ўтказилиши йўлга қўйилган.

2018-2020 йиллардаги сўров натижалари иқтисодиётдаги инфляция кутилмаларнинг шаклланишида **валюта курси ўзгариши** асосий омиллардан эканлигини кўрсатмоқда. Келгуси йилларда Марказий банк томонидан пул-кредит сиёсати коммуникациясини янада фаоллаштириш, инфляциянинг оралиқ мақсадларига эришиш орқали пул-кредит сиёсатига бўлган ишончни шакллантириш орқали **инфляция кутилмаларнинг инфляциянинг мақсадли даражаси доирасида яқинлаштириш** мақсад қилинган.

Инфляцион кутилмалар канали фоиз канали билан узвий боғлиқликда бўлиб, фоиз ставкаларнинг ўзгариши инфляцион кутилмаларга таъсир ўтказса, инфляцион кутилмаларнинг шаклланиши ўз навбатида иқтисодиётдаги **депозит ва кредитлар бўйича мувозанатли фоиз ставкаларни** белгилаш учун асос бўлади.

Хусусан, юқори инфляцион кутилмалари сақланиб қолаётган шароитларда ва шу билан бирга фоиз ставкалари пасайган тақдирда, аҳоли ўз маблағларини пастроқ фоизли депозитларга қўйишга интилишмайди ва натижада, депозитлар бўйича ўртача фоиз ставкаларининг пасайиши **асосий ставка пасайишига мутаносиб бўлмаслиги** мумкин.

Яъни, инфляцион кутилмалар фоиз канали самарадорлигига бевосита таъсир кўрсатувчи омиллардан бўлиб, мазкур кутилмалар шаклланишида инфляция мақсадли кўрсаткичларининг асосий омил сифатида ривожланиши фоиз канали самарадорлигини таъминлашда муҳим аҳамият касб этади.

Шунингдек, молия бозорларининг ривожланиши билан Марказий банк инфляцион кутилмаларни сегментларга ажратиб ўрганиш, хусусан, **молиявий таҳлилчилар ва бозор иштирокчилари кутилмаларини** ҳам фаол ўрганишни бошлайди.

Сабаби, айнан **молия бозори иштирокчиларининг кутилмалари** бозор инструментлари бўйича нархларнинг шаклланишига таъсир кўрсатиб, **“активлар канали”** орқали пул-кредит сиёсати қарорларининг иқтисодиётга самарали ўтиши таъминланади.

Шунингдек, **банк тизимининг** ҳам инфляцион кутилмаларини ўрганиш муҳим бўлиб, айнан уларнинг кутилмалари кредитлар ва депозитлар бўйича фоиз ставкаларга сезиларли таъсир кўрсатади. Шу сабабли, келгусида айнан банк тизими ходимлари орасида ҳам инфляцион кутилмалар бўйича сўровлар ўтказиб бориш режалаштирилган.

**Коммуникация канали.** Пул-кредит сиёсат трансмиссион механизми самарадорлиги кўп жиҳатдан иқтисодиёт субъектларининг банк тизимига, Марказий банкка ва миллий валютага бўлган ишончига боғлиқ. Мазкур ишончни оширишда эса **коммуникация каналининг аҳамияти** юқори ҳисобланади.

Каналнинг инфляцион таргетлаш режимига ўтишдаги аҳамиятини инобатга олган ҳолда, Марказий банк томонидан коммуникация сиёсатини

ривожлантириш, **маълумотлар очиқлиги** ва **фаолият шаффофлигини** таъминлашга катта эътибор қаратилмоқда.

Бугунги кунда, **Марказий банк коммуникация сиёсатини ривожлантириш Стратегияси** ва 2021-2023 йилларда амалга оширилиши лозим бўлган чора-тадбирлар комплекси ишлаб чиқилади.

Биринчи навбатда, **пул-кредит сиёсати коммуникацияни** янада такомиллаштиришга алоҳида эътибор қаратилиб, келгуси йилларда ҳам Марказий банк Бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича ҳар бир йиғилиши яқунлари бўйича (йилда 8 мартаба) **пресс-релиз эълон қилиш** ва **Марказий банк Раиси иштирокида пресс-брифинг ўтказиш** амалиёти давом эттирилади.

Шунингдек, пул-кредит сиёсатининг инфляцион таргетлаш режими, унинг ўзига хосликлари ва макроиқтисодий барқарорликни таъминлашдаги ўрни ҳамда амалга оширилаётган кенг кўламли ишлар бўйича **жамоатчиликка доимий маълумот бериб бориш** режалаштирилган.

Хусусан, келгуси йиллар давомида аҳолининг кенг қатлами учун учрашувлар, таълим муассасалари ва банк тизими ходимлари учун семинарлар, оммавий-ахборот воситаларида интервьюлар ташкил этиш ҳамда мақола ва тадқиқотларни эълон қилиб бориш мақсад қилинган.

Ўз навбатида, Марказий банк томонидан чораклик эълон қилиб борилаётган “Пул-кредит сиёсати шарҳи”, “Инфляция ва инфляцион кутилмалар шарҳи”, “Банк тизими ликвидлиги шарҳи”, “Турмуш даражаси ва инфляция” ахборот-таҳлилий маълумотларини янада такомиллаштириш бўйича ишлар давом эттирилади.

Таъкидлаш керакки, **коммуникация каналининг ривожланиши** натижасида аҳолининг банк тизимига, Марказий банк амалга ошираётган пул-кредит сиёсатига, инфляция даражаси борасидаги Марказий банк таҳлилларига ва миллий валюта қадрига бўлган ишончи ортиб боради. Бу эса, инфляцион таргетлаш режимига ўтиш доирасидаги **энг муҳим вазифалардан** ҳисобланади.



## Инфляцион кутилмалар аҳамияти ва уларнинг асосий омиллари

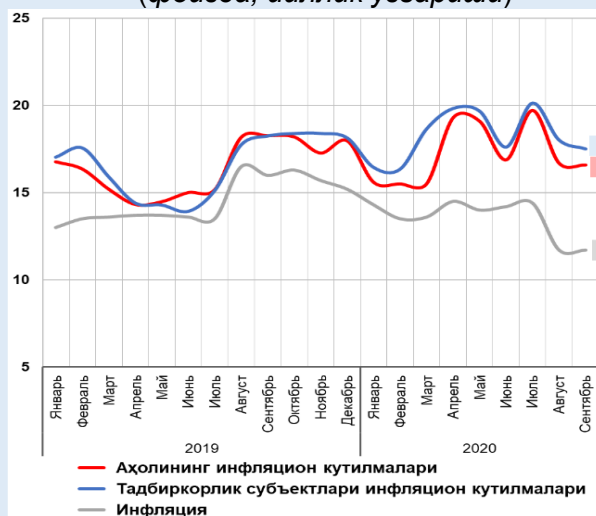
Инфляцион кутилмалар аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг истеъмом, жамғариш ва инвестиция бўйича қарорларига таъсир кўрсатадиган муҳим кўрсаткичлардан ҳисобланади. Бунда, инфляцион кутилмалар иқтисодиётда ялпи талабни шакллантиришга таъсири орқали нархлар даражасига, иқтисодий ўсиш кўрсаткичларига ва инвестицион ресурсларнинг шаклланишига сезиларли таъсир кўрсатади.

Инфляцион таргетлаш режими доирасида, пул-кредит сиёсати самарадорлигини оширишда иқтисодиёт субъектларининг инфляцион кутилмаларини доимий равишда таҳлил қилиб бориш ҳамда уларнинг инфляция мақсадли кўрсаткичлари доирасида шаклланишини таъминлаш муҳим ҳисобланади.

2018 йилдан бошлаб Марказий банк томонидан иқтисодиётдаги инфляцион кутилмаларни баҳолаш ва уларга таъсир қилувчи омилларни аниқлаш мақсадида мамлакат бўйлаб аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари орасида мунтазам равишда сўров ўтказиб келмоқда. Мазкур сўровлар натижалари бўйича аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари томонидан сезилган инфляция даражаси ҳамда уни вужудга келтирувчи омиллар, келгуси давр учун инфляцион кутилмалар ва истеъмом кайфиятига баҳо берилади.

2020 йилнинг январь-сентябрь ойларида аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмалари ўзгарувчан тенденция доирасида шаклланди. Хусусан, март ойида пандемия сабабли каратин чекловларининг жорий қилиниши натижасида асосий озиқ-овқат маҳсулотларига бўлган ялпи талаб ошиши ва улар нархининг қимматлашиши туфайли, аҳоли инфляцион кутилмаларида сезиларли ўсиш кузатилган бўлса, каратин чекловлари сабабли ишлаб чиқариш ҳажми камайиши эса тадбиркорлик субъектлари инфляцион кутилмаларининг ошишига олиб келди.

### Иқтисодиётда инфляцион кутилмалар динамикаси (фоизда, йиллик ўзгариши)



### Аҳоли инфляцион кутилмаларининг асосий омиллари (иштирокчилар улуши, фоизда \*)

	20201	20202	20203	20204	20205	20206	20207	20208	20209
Коронавирус таъсири	-	-	-	70	67	59	71	53	49
Доллар курсининг ошиши	64	54	49	66	54	46	44	47	45
Монопол нархлар ошиши	-	-	-	-	48	31	45	25	29
Рақобат муҳитининг ёмонлашиши	16	14	16	40	39	27	39	22	22
Айрим товарлар импорти чекланиши	14	15	17	43	36	27	34	23	22
Мавсумий омиллар	25	23	21	23	20	20	19	20	22
Ишлаб чиқариш ҳажмининг камайиши	15	13	15	37	33	21	33	20	17
Иш ҳақи ва нафақаларнинг ошиши	59	58	50	13	9	10	10	16	14
Транспорт харажатлари ошиши	22	26	18	21	21	17	25	17	13
Солиқ юқининг оширилиши	22	20	18	21	14	14	17	10	13
Аҳолини кредитлаш ҳажмининг ошиши	10	13	12	15	12	14	11	10	11
Энергия ресурслари қимматлашиши	40	38	34	16	14	11	13	12	11

\*Қизил ранг жами респондентнинг нисбатан кўпроқ қисми томонидан келгусида нархлар ошишига таъсир қилувчи омил сифатида таъкидланган, яшил ранг жами респондентнинг нисбатан камроқ қисми томонидан келгусида нархлар ошишига таъсир қилувчи омил сифатида таъкидланган.

**Манба:** Марказий банк инфляцион кутилмалар сўровномаси асосида ҳисоб-китоблар.

2020 йил I чорагида аҳоли ва тадбиркорлик субъектлари инфляцион кутилмаларининг шаклланишида миллий валютанинг кутилаётган қадрсизланиши, 1 февралдан иш ҳақи ва пенсия тўловларининг оширилиши ҳамда коммунал тўловларнинг кутилаётган йиллик ошиши асосий омиллардан бўлди.

Апрель-май ойлари давомида иқтисодиёт субъектларининг инфляцион кутилмалари сезиларли даражада ошди. Бу, асосан, апрель ойида миллий валюта курсининг қадрсизланиши, пандемия даврида асосий озиқ-овқат маҳсулотлари нархида кузатилган ўсиш, ташқи савдодаги узилишлар шароитида импорт ҳажмларининг қисқариши билан изоҳланади.

Июнь ойида каратин чекловларининг босқичма-босқич юмшатилиши натижасида инфляцион кутилмаларда сезиларли пасайиш кузатилган бўлса, июль ойида каратин чекловларининг қайтадан жорий этилиши сабабли, аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмалари яна ўсувчи тенденцияга қайтди. Август-сентябрь ойларида, каратин чекловларининг юмшатилиши ҳамда иқтисодий фаолликнинг босқичма-босқич тикланиши инфляцион кутилмаларнинг пасайишига олиб келди.

Таъкидлаш лозимки, аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг инфляцион кутилмалари шаклланишида ҳали ҳам миллий валюта девальвацияси сезиларли таъсирга эга бўлиб, инфляцион таргетлаш режими доирасида инфляцион кутилмаларнинг инфляция мақсадли кўрсаткичлари доирасида бўлишини таъминлаш муҳим вазифалардан ҳисобланади.

Бугунги кунда, инфляцион кутилмалар ҳақиқий инфляция даражаси ёки унинг мақсадли кўрсаткичларидан анча юқори даражада шаклланаётган бўлиб, уларни пасайтиришда шаффоф коммуникация сиёсати ҳам муҳим ўрин тутди. Хусусан, Марказий банк томонидан иқтисодиётда нархлар барқарорлигини таъминлаш бўйича амалга оширилаётган чора-тадбирлар бўйича маълумотларнинг ўз вақтида кенг жамоатчиликка етказиб борилиши ва самарали мулоқот каналининг йўлга қўйилиши инфляцион кутилмалар шаклланишига ижобий таъсир кўрсатади.

### Пул-кредит сиёсати соҳасида коммуникацион фаолликни миқдорий баҳолаш

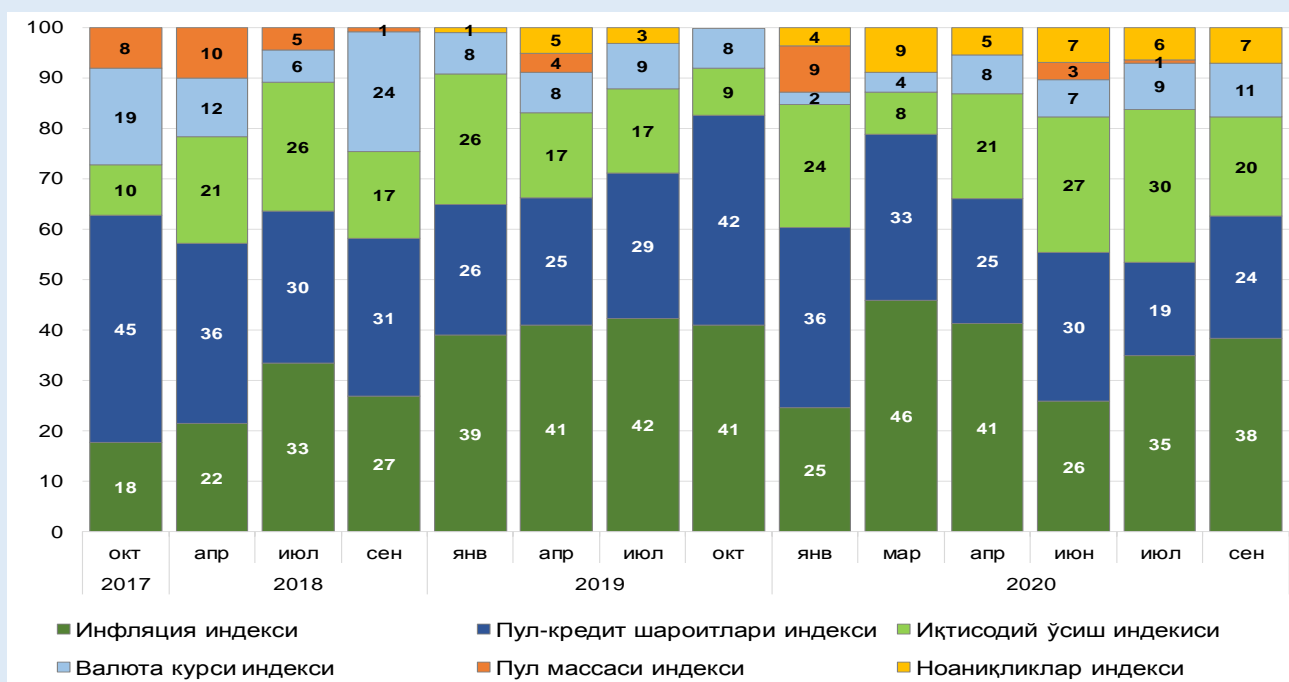
2021 йилдан бошлаб Марказий банкнинг пул-кредит сиёсати соҳасида коммуникацион фаоллигини миқдорий баҳолаш режалаштирилмоқда. Бунда, пул-кредит сиёсати бўйича чоп этилаётган нашрларга нисбатан жамоатчилик муносабати **3 босқичда** таҳлил қилинади. Ушбу таҳлилларда хорижий мамлакатлар марказий банклари ва халқаро тадқиқот институтлари томонидан олиб борилган изланишлар тажрибасидан фойдаланилган.<sup>9</sup>

**I босқичда** Марказий банк асосий ставка бўйича пресс-релизларини шакллантиришда нималарга аҳамият берилаётганлиги аниқланади. Пресс-релизнинг таркибий тузилишидан келиб чиқиб **6 хил индекс** ишлаб чиқилди ва ҳар бир индекс учун **калит сўзлар тўплами** тузилди.

$$I = \frac{\text{категория бўйича белгилар сони}}{\text{нашрдаги жами белгилар сони}}$$

Бу индекслар **инфляция, пул-кредит шароитлари, валюта курси, пул массаси, иқтисодий ўсиш** ва **ноаниқликлар** бўйича ҳисобланади. Чоп этилаётган пресс-релизда ҳар бир индексга тўғри келадиган нечта белги борлиги ҳисобланади ва индекснинг вазни топилади.

#### Марказий банк пресс-релизларининг таркиби



2017 йилга қадар Марказий банк томонидан қайта молиялаш ставкаси тўғрисида қабул қилинган қарор бўйича атрофлича тушунтириш берилмаган, фақат қисқа матн билан таҳлилларсиз Бошқарув қарори ҳақида расмий хабар берилган. Пресс-релизлар таҳлили шуни кўрсатадики, 2018 йилдан бошлаб тақдим этилаётган маълумотлар хилма-хиллиги ва таркиби ўзгариб бормоқда.

Инфляцион таргетлаш режимига ўтиш бошлангандан сўнг, хатарлар ва ноаниқликлар тўғрисидаги маълумотлар кўпайиб бориб, пул массаси тўғрисидаги маълумотлар эса камая бошлади. Валюта курсида ўзгариш бўлган ҳолатларда унинг омиллари тушунтирилгани боис, пресс-релизларда у тўғрисидаги хабарлар ҳам мос равишда ошган.

2019-2020 йилларда юзага келган макроиқтисодий шароитларнинг ўзгаришига мос равишда пресс-релизлардаги маълумотлар йўналишлари ва уларнинг таркиби ҳам сезиларли даражада ўзгариб бормоқда. Пресс-релизларда асосий таркибий қисм сифатида **инфляция ва инфляцион кутилмалар, пул-кредит шароитлари ва ички иқтисодий фаоллик** ҳолати тўғрисида батафсил маълумотлар бериб келинмоқда.

**II босқичда** пул-кредит сиёсати тўғрисидаги нашрларга жамоатчиликнинг муносабатини баҳолаш кўзда тутилган. Бунинг учун аҳоли ва тадбиркорларнинг пул-кредит сиёсатини қабул қилиш индекси ҳисобланади. Индексни ҳисоблашда зарурий маълумотлар Марказий банк томонидан аҳоли ва тадбиркорлар ўртасида ижтимоий тармоқларда **даврий сўровлар** (чоракда бир марта) ўтказиш орқали тўпланadi.

Пул-кредит сиёсатини қабул қилиш индекси – **Коммуникация индекси (CI)**– қуйидаги кўрсаткичларни баҳолаш асосида ҳисобланади:

$$CI = 0,25 \cdot V + 0,15 \cdot C + 0,15 \cdot A + 0,15 \cdot D + 0,15 \cdot R + 0,15 \cdot P$$

бунда,

*V* - тақдим этилган маълумот миқдори (*Volume*)

*C* - тақдим этилган маълумотларнинг равшанлиги (*Clarity*)

*A* - ўтган прогнозларнинг аниқлиги (*Assurasy*)

*D* - мунозара даражаси – фикр-мулоҳазаларнинг умумий ҳажми (*Discussion*)

*R* - ўқилиш даражаси - кўришлар сони (*Readability*)

*P* - умумий фикр-мулоҳазаларда ижобий фикрларнинг улуши (*Positive comments*)

Бунда, Марказий банк томонидан аҳоли ўртасида сўровнома ўтказилади ва сўров натижаларига кўра ҳар бир кўрсаткичга **0 дан 10 гача** бўлган шкала бўйича алоҳида балл берилади.

1. (**V**) тақдим этилган маълумотлар миқдори ёритилаётган мавзулар (инфляция, иқтисодий ўсиш, хатарлар ва бошқалар) бўйича: 0 = етарли эмас, 10 = етарли.

2. (**C**) Марказий банк томонидан тақдим этилган маълумотларнинг равшанлиги: 0 = умуман тушунарсиз, 10 = тўлиқ тушунарли.

3. (**A**) ўтган прогнозларнинг аниқлиги: 0 = жуда катта фарқ, 10 = аниқ.

<sup>9</sup> How do central banks write? An evaluation of inflation targeting central banks. A. Fracasso, H. Genberg, C. Wyplosz. International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, Switzerland. Centre for Economic Policy Research (CEPR), London, the United Kingdom. Norges Bank. 2003.  
Central bank communication: A quantitative assessment, E. Ernst, R. Merola, International Labor Office. Research Department. Working Paper No. 33. August 2018.

4. (D) мунозара даражаси: ҳар 10 та изоҳ = 1 балл, 100 ёки ундан кўп изоҳ = 10 балл.

5. (R) ўқилиш даражаси: ҳар 100 кўриш = 1 балл, 1000 ёки ундан юқори = 10 балл.

6. (P) жами изоҳларда ижобийларининг улуши: 10 фоизгача = 1 балл, 100 фоиз = 10 балл.

Коммуникация индекси динамикаси (10 га қанча яқин бўлса, коммуникация сиёсатининг самарадорлиги шунча юқори деб ҳисобланади) инфляцион кутилмалар динамикаси билан таққосланади. Икки кўрсаткич динамикасининг **тескари тарзда мутаносиб равишда ўзгариши** инфляцион кутилмаларнинг шаклланишида Марказий банкнинг коммуникацион сиёсати таъсири ошиб бораётганлигидан далолат беради.

**3-босқичда** Марказий банкнинг ахборот узатиш инструментлари ва каналларининг **долзарблигини баҳолаш** мақсадида сўровлар ўтказиш кўзда тутилган.

Сўровлар иқтисодчилар, бошқа соҳа вакиллари ва оммавий ахборот воситалари вакиллари орасида ўтказилади. Бунда саволлар асосан Марказий банк **коммуникацион инструментлар** (пресс-релизлар, пул-кредит шарҳлари, маърузалар, асосий йўналишлар, пресс-конференциялар, интервьюлар ва бошқалар), **маълумотни етказиш каналлари** (интернет саҳифалар, ижтимоий тармоқлар, босма нашрлар, телевидиния ва радио чиқишлар, тўғридан-тўғри мулоқот ва семинарлар, жойларга чиққан ҳолда тақдимотлар) самарадорлиги баҳолашга қаратилган бўлади.

Сўров натижалари кенг жамоатчилик учун соҳадаги энг долзарб масалаларни аниқлаш ва пул-кредит коммуникация стратегиясини такомиллаштириш имкониятини беради.

## Иловалар

1-илова

### 2021 йилда Ўзбекистон Республикаси Марказий банки Бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича йиғилишлар графиги

2021 йилда Марказий банк Бошқарувининг асосий ставкани кўриб чиқиш юзасидан йиғилишлари қуйидаги график асосида ўтказилади:

21 январь;

11 март;

22 апрель;

10 июнь;

22 июль;

9 сентябрь;

21 октябрь;

9 декабрь.

Барча Бошқарув йиғилишлари яқунлари бўйича Марказий банк расмий веб-саҳифасида Марказий банк пресс-релизи эълон қилинади ҳамда Марказий банк раҳбарияти иштирокида пресс-брифинг ўтказилади.

Шунингдек, 21 январь, 22 апрель, 22 июль ва 21 октябрдаги Бошқарув йиғилиши натижалари бўйича “Пул-кредит сиёсати шарҳи” эълон қилинади.

**Инфляция омилларининг эконометрик моделлар орқали таҳлили****Динамик регрессия модели (DOLS) ёрдамида инфляцияга таъсир этувчи омиллари баҳолаш**

Марказий банк томонидан базавий инфляция даражасига динамик регрессия модели (DOLS) ёрдамида талаб ва таклиф омиллари, импорт инфляцияси ҳамда пул компонентлари таъсирлари таҳлил қилинди. Ушбу моделнинг, оддий регрессион моделлардан афзаллиги инфляциянинг эластиклик коэффициентларини аниқроқ ва тўғрироқ баҳолашидир.

Таҳлиллар Халқаро ҳисоб-китоблар банки (BIS, 2001) томонидан қўлланилган тадқиқотлар асосида **талаб ва таклифнинг** (мос равишда ишлаб чиқариш тафовути ва ишлаб чиқарувчилар нархлари индекси) инфляцияга таъсирларини миқдорий баҳолаш орқали амалга оширилди.

Моделда базавий инфляцияга монетар омиллари таъсирини баҳолашда алмашув курси (импорт инфляцияси), пул массаси тафовути, шунингдек, инфляцион кутилмалардан фойдаланилган.

**DOLS моделининг инфляция тенгламаси:**

$$\Delta p_t = \gamma_0 + \gamma_1(L)\Delta p_{t-1} + \gamma_2(L)\hat{\theta}_{t-4} + \gamma_3\hat{m}_{t-1} + \gamma_4\Delta(L)Z_{t-1} + \gamma_5\Delta(L)p_t^{ppi} + \gamma_6\Delta(L)Index_{t-3}^{FAO} + \varepsilon_t^p$$

**Моделга киритилган ўзгарувчиларнинг тавсифи**

Инфляция омиллари		Кўрсаткичлар	Шартли белгиси
Автоном омиллари	Базавий инфляция инерцияси	Авторегрессия кўрсаткичи	$\Delta p_{t-1}$
Инфляцион талаб	Ишлаб чиқариш тафовути	Ишлаб чиқариш ҳақиқий даражасининг потенциал даражасидан оғиши	$\hat{\theta}_t$
Монетар омиллари	Пул таклифининг ўзгариши	Пул таклифининг узоқ муддатли трендидан оғиши	$\hat{m}_t$
Таклиф инфляцияси	Ишлаб чиқарувчилар индекси	Хом-ашё товарлари ўртача нархларининг ўзгариши	$p_t^{ppi}$
Импорт инфляцияси	FAO индекси	Озиқ-овқат нархлари индекси (БМТнинг озиқ-овқат ва қишлоқ хўжалиги ташкилоти)	$Index_t^{FAO}$
	Алмашув курси	Сўмнинг АҚШ доллариغا нисбатан чораклик ўрта номинал алмашув курси	$Z_t$

Ҳисоб-китоблар чораклик маълумотлар асосида амалга оширилиб, 2010 йилнинг I чорагидан - 2020 йилнинг I чорагигача бўлган даврни ўз ичига олади.

Қўлланилаётган моделнинг аниқлиги ва сифатини баҳолаш мақсадида стандарт статистик тестлар амалга оширилди. Бунда, олинган натижалар моделдаги кўрсаткичларнинг статистик аҳамиятга эга эканлигини кўрсатмоқда.

### ***Моделни баҳолашдаги ўзига хосликлар***

Ривожланган мамлакатларда инфляция омилларини баҳолашнинг аксарият моделларида талаб кўрсаткичи битта ўзгарувчи - ишлаб чиқариш тафовутидан фойдаланилган бўлиб, монетар ўзгарувчилар (пул массаси ёки кредитлар ўсишидан) тўғридан-тўғри фойдаланилмаган. Буни ушбу давлатларда пул-кредит сиёсатининг самарали ва тезкор трансмиссион характерга эга эканлиги билан изоҳлаш мумкин. Шунингдек, ушбу мамлакатларда реал фоиз ставкалари ва талабнинг шаклланиши ўртасида кучли боғлиқлик мавжуд.

Ривожланаётган мамлакатларда ҳам пул-кредит сиёсатинининг трансмиссион механизмида реал фоиз ставкалари ва талаб ўртасидаги боғлиқлик муҳим ҳисобланади. Бироқ, трансмиссион механизмнинг ишлаши ривожланаётган давлатларда ривожланган мамлакатларникидан бирмунча фарқ қилади.

Биринчидан, ривожланаётган мамлакатларда ишлаб чиқариш тафовут аниқ баҳоланмаганлиги сабабли талабнинг шаклланиш динамикасини тўлиқ акс эттирмайди. Бундай ҳолда, ишлаб чиқариш ҳамда пул массаси тафовути кўрсаткичларидан фойдаланиш талаб томондан динамикани аниқроқ баҳолаш имконини беради. Мос равишда, пул массасининг мавжуд тафовути ишлаб чиқариш тафовути таъсирини қисман қамраб олиши мумкин.

Иккинчидан, молия бозорларининг етарли даражада ривожланмаганлиги, фоиз ставкалари ва инфляция ўртасидаги боғлиқлик даражасини пасайтирувчи омил ҳисобланади. Шунингдек, иқтисодиётдаги пул массасининг ўсиши келгусида талаб кўрсаткичи сифатида қўлланиши мумкин. Бу эса, инфляция кутилмаларига оширувчи таъсир кўрсатади (BIS, 2001).

### ***Моделдан олинган натижалар***

**Талаб омиллари.** Ишлаб чиқариш тафовутининг 1 фоиз бандга ўсиши базавий инфляцияни **0,16 фоиз бандга** ошириб, таъсир давомийлиги 12 ойгача чўзилади.



**Таклиф омиллари.** Ишлаб чиқарувчилар индексининг истеъмол нархлари индексига таъсири **0,09 фоизни** ташкил этади.

**Монетар омиллар.** Пул массаси ўзининг узоқ муддатли трендидан 1 фоизга оғиши базавий инфляцияга 1 чорак давомида таъсир этади ва ушбу таъсир **0,08 фоиз бандга** тенг.

**Импорт инфляцияси.** Алмашув курсидаги ўзгаришлар базавий инфляцияга таъсири 1 чоракдан 4 чораккача давом этиб эластиклик коэффициенти бир чорак учун таъсири **0,06 фоиз бандни** ташкил этади. *(Бунда, девальвациянинг инфляцион кутилмаларга таъсири инобатга олинмаган).*

Моделда импорт нархлари ўзгаришининг муқобил кўрсаткичи сифатида FAO индексидан фойдаланилди (индекс 5 та товар гуруҳи - гўшт, сут, дон, ўсимлик ёғи ва шакар бўйича ўртача нарх ва вазн кўрсаткичлари асосида ҳисобланган). Ушбу кўрсаткич ўзгаришининг базавий инфляцияга таъсири 2 чорак давомида **0,06 фоиз бандни** ташкил этади.

**Инерцион инфляция.** Юқоридаги омилларга қўшимча равишда моделга инерцион компонент киритилган бўлиб, унинг таъсири **0,27 фоиз бандни** ҳосил қилди. Бунда, ўтган чоракда нархларнинг 1 фоизга ўсиши жорий нархларнинг **0,27 фоиз бандга** қимматлашишига сабаб бўлади.

**Тақсимланган кечикишларни инобатга олган авторегрессив модел (ARDL) ёрдамида инфляциянинг монетар омиллари баҳолаш**

Марказий банк томонидан ARDL - тақсимланган кечикишларни инобатга олган авторегрессив моделидан юқоридаги каби инфляцияга талаб ва таклиф омиллари таъсирларини миқдорий баҳолаш, ва ушбу жараёнда омилларнинг ўзгариш тезлиги, узоқ ва қисқа муддатли кечикишлар таъсирини ўрганишда фойдаланилди.

Ушбу модел, шунингдек, қисқа муддатли ўзгариш ва оғишлар юз берган ҳолатда истеъмол нархлари индексининг узоқ муддатли тенденциясига қайтиш тезлигини баҳолаш имконини беради.

**ARDL моделининг инфляция тенгламаси:**

$$INF_{core} = A_0 + \sum_{i=1}^{i=p} A_i INF_{core\ t-i} + \sum_{i=0}^{i=q} B_i EXR_{t-i} + \sum_{i=0}^{i=m} C_i M2_{t-i} + \sum_{i=0}^{i=n} D_i Y_{gap\ t-i} + \sum_{i=0}^{i=h} F_i PPI_{t-i} + \varepsilon_t$$

### Моделга киритилган ўзгарувчиларнинг тавсифи

Инфляция омиллари		Кўрсаткичлар	Шартли белгиси
Автоном омиллар	Базавий инфляция инерцияси	Авторегрессия кўрсаткичи	$INF_{core,t-5}$
Монетар омиллар	Пул таклифи ўзгариши	Пул массаси (M2)	$M2_{t-1}$
	Алмашув курси	Сўмнинг АҚШ доллариға нисбатан ўртача чорақдаги номинал алмашув курси	$EXR_{t-5}$
	Ишлаб чиқарувчилар индекси	Хом-ашё товарлари ўртача нархларининг ўзгариши	$PPI_{t-5}$
	Ишлаб чиқариш тафовути	Ишлаб чиқариш ҳақиқий даражасининг потенциал даражасидан оғиши	$Y_{gap}_{t-3}$

Таҳлилларда чорақлик кўрсаткичлар олинган бўлиб, 2010 йилнинг I чорагидан - 2020 йилнинг II чорагигача бўлган муддатларни ўз ичига олган ва 42 та кузатувдан иборат.

#### Моделни баҳолашдаги ўзига хосликлар

Инфляцион босим валюта курсининг импорт қилинган товарла нархларига таъсири орқали юзага келади. Бу эса, инфляцион кутилмаларга, шунингдек, маҳаллий товарларни ишлаб чиқаришда бутловчи қисмлар ва якуний истеъмол товарлари нархларига оширувчи таъсир кўрсатади. Иқтисодий кредитлаш канали орқали иқтисодиётга ажратилган кредитларнинг ўсиши ва унга мос равишда пул массасининг ўсиши нархларнинг қимматлашишига олиб келади.

Ишлаб чиқаришдаги ижобий тафовутнинг юзага келиши иқтисодиётда ялпи талабни ишлаб чиқаришнинг потенциал даражадан оғишини кўрсатади. Бунинг натижасида, нархларга оширувчи босим юзага келади.

Ишлаб чиқарувчилар нархлари индекси хорижий давлатлардан олиб келинадиган, маҳаллий товар ва хизматларни ишлаб чиқаришда фойдаланиладиган бутловчи қисмлар ҳамда хом-ашё нархлари, шунингдек, тартибга солинадиган нархларнинг ўзгаришига (электр энергияси, газ, сув тарифлари ва бошқалар) жавобан ўзгариб боради. Ушбу инфляцион омил узоқ муддатли характерга эга бўлиб, инфляциянинг таклиф томонини кўпроқ акс эттиради.

#### Моделдан олинган натижалар

Ушбу модел натижаларига кўра, танлаб олинган ўзгарувчилар ҳамда инфляция ўртасида ўрта муддатли статистик боғлиқликлар мавжудлиги аниқланди.

Бунда, муддати 1 чоракдан 4 чораккача бўлган даврда инфляция даражаси кўпроқ пул массаси ва ишлаб чиқарувчилар нархлари индексига сезувчанлиги аниқланди.

**Таклиф омиллари.** Ишлаб чиқарувчилар нархлари индексининг 1 фоиз бандга кўтарилиши ўрта муддатли даврда базавий инфляциянинг **0,3 фоиз бандга** ўсишига олиб келса, қисқа муддатли даврда (1 чорак) ушбу таъсир **0,17 фоиз бандни** ташкил этади.

**Монетар омиллар.** Пул массасининг 1 фоиз бандга ўсиши ўрта муддатли даврда базавий истеъмол нархлари индексининг **0,17 фоиз бандга** ошишига сабаб бўлади.

**Импорт инфляцияси.** Моделда инфляциянинг қисқа муддатли таъсирларини баҳолаш натижалари алмашув курсининг статистик боғлиқлиги мавжудлигини, узоқ муддатли даврда эса нисбатан кам боғлиқликни кўрсатди. Миллий валютанинг 1 фоизга қадрсизланиши нархларнинг 1 чорак давомида **0,06 фоиз бандга** ошишига сабаб бўлади. Импорт инфляциясининг узоқроқ муддатли таъсирининг сезиларли даражада эмаслиги, ушбу омилнинг тўлиқроқ таъсирини ишлаб чиқарувчилар нархларида акс этиши билан изоҳлаш мумкин.

**Талаб омиллари.** ARDL модели натижалари ишлаб чиқариш тафовутининг инфляцияга қисқа муддатли таъсири сезиларсизлигини кўрсатди. Бу иқтисодий ўзоқ муддатда ўзининг мувозанат ҳолатига интилишидан келиб чиқиб, ишлаб чиқариш тафовутининг нархларга узоқ муддатли даврда таъсир кўрсатиши билан изоҳланади.

***Байес векторли авторегрессия модели (BVAR) ёрдамида кредит ўсишининг базавий инфляцияга таъсири таҳлили***

Иқтисодий кредитлаш ҳажмлари ортининг инфляцияга таъсирини баҳолаш мақсадида Байес векторли авторегрессияси модели асосида таҳлиллар ўтказилди ва бунда Литтерман (1986) томонидан ишлаб чиқилган методдан фойдаланилди.

### ***Модел тенгламаси***

$$Y_t^n = X_t^n \alpha + Z_t^n \beta + \epsilon_t, n \in \overline{1, 3}$$

Бу ерда,  $Y_t^n$  - эндоген ўзгарувчиларнинг вектори,  $X_t^n$  -  $n$  гуруҳи учун эндоген ўзгарувчиларнинг ажратилган қийматлари матричаси ва  $Z_t^n$  - экзоген ўзгарувчиларнинг вектори.

Ҳисоб-китобларда 2006 йилнинг январидан 2020 йилнинг майига қадар инфляция даражаси, миллий ҳамда хорижий валютадаги кредитлар тўғрисида ойлик маълумотлардан фойдаланилган.

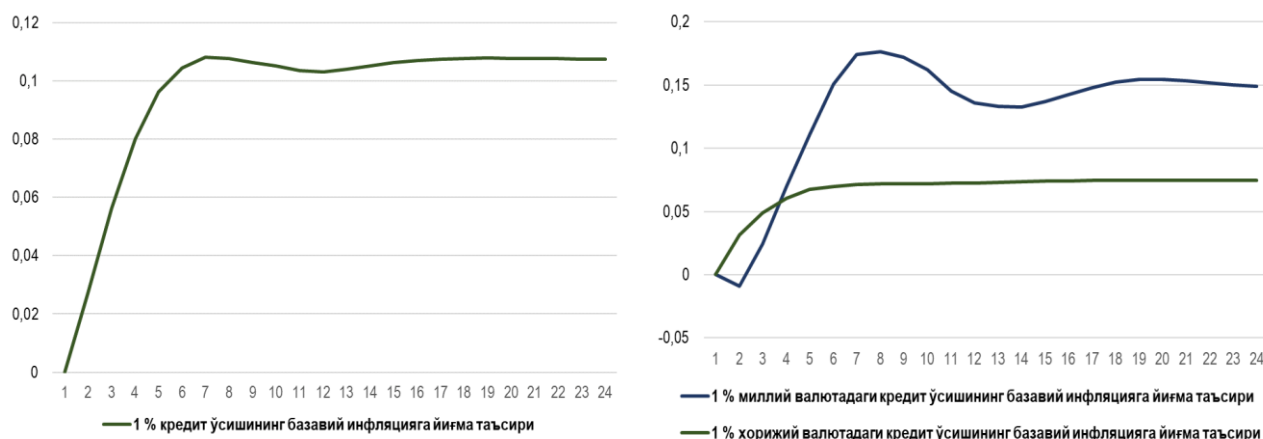
### **Моделдан олинган натижалар**

Таҳлиллар инфляция ҳамда кредитлаш ҳажмлари ўсиши даражаси ўртасида узоқ муддатли боғлиқлик мавжудлиги аниқланди. Бунда, кредитларнинг 1 фоиз бандга ўсиши базавий инфляцияни **0,1 фоиз бандга** ошишига олиб келади ва тўлиқ таъсир икки чоракдан кейин рўй беради.

Бунда, миллий валютадаги кредитларнинг ўсиши базавий инфляцияга нисбатан кучлироқ таъсир кўрсатиб, кредит ўсишининг тўлиқ таъсири **7-8 ой** давомида юзага келади. Миқдорий баҳолаш натижаларига кўра, миллий валютадаги кредитларнинг 1 фоиз бандга ўсиши базавий инфляциянинг **0,2 фоиз бандга** ўсишига сабаб бўлади.

Узоқ муддатли хорижий валютадаги кредитларнинг 1 фоиз бандга ўсиши тўлиқ таъсири 4-5 ойда юзага чиқиб, инфляцияни **0,08 фоиз бандга** ошишига олиб келади.

### **Кредитлар ўсишининг базавий инфляцияга таъсири**



Умуман олганда, DOLS, ARDL ҳамда BVAR ёрдамида базавий инфляция омилларини баҳолаш бўйича ўтказилган таҳлиллар натижасида қуйидаги хулосаларни чиқариш мумкин:

- нархлар даражасига талаб омиллари томонидан таъсирларни камайтириш ишлаб чиқариш тафовути ва кредитлар ўсиш суръатларини мақбуллаштириш билан боғлиқ;

- юқори даражада талабнинг юзага келиши рағбатлантирувчи фискал сиёсат ва корхоналар даромадларининг ўсиши билан изоҳланади. Айни

пайтда, давлат харажатлари ва аҳоли даромадлари ўсишининг иқтисодиётда унумдорлик ошиб бориши билан мутаносиб равишда бўлиши, нархлар ўсишини секинлаштириш имконини беради.

- таклиф омиллари томонидан босимларни камайтиришда маҳаллий ишлаб чиқарувчиларнинг валюта курси ўзгарувчанлигига боғлиқлигини камайтириш ва ишлаб чиқариш самарадорлигини ошириш муҳим аҳамият касб этади.

### Иқтисодиётга маблағларни йўналтиришнинг хориж тажрибаси

Макроиқтисодий назария таълимотлари ва бу борадаги илмий тадқиқотлар пул-кредит сиёсати узоқ муддатли иқтисодий ўсишга таъсир этиш имкониятига эга эмаслигини тасдиқлаган. Узоқ муддатли даврда пул-кредит сиёсати **нейтрал** бўлиб, фақатгина қисқа муддатли **иқтисодий цикл** тебранишларини мувозанатлаштириш ҳамда инфляция даражасини пасайтириш орқали макроиқтисодий барқарорликни таъминлаш имконини беради.

Сўнгги йилларда аксарият давлатлар томонидан пул-кредит сиёсатини такомиллаштириш, хусусан, **инфляцион таргетлаш режимига ўтиш** амалиёти кенгаймоқда. Мазкур режимда талаб ва таклиф асосида эркин шаклланувчи валюта курси ва фискал устунликни йўқлиги сабабли пул-кредит сиёсатининг иқтисодиётга таъсири самарали бўлади.

Халқаро валюта жамғармаси ва хорижий экспертлар тавсияларига кўра, ҳукуматнинг Марказий банкдан қарз олиши хатарли амалиёт бўлиб, пул массасини асоссиз ошириши орқали ҳам нархлар барқарорлигига ҳам валюта курси барқарорлигига босимни юзага келтиради.

Шу сабабли, ҳукумат харажатларини молиялаш амалиётида инфляциянинг паст даражада сақланиши ва реал иқтисодий ўсишни қўллаб-қувватлаш мақсадлари ўртасидаги мувозанатдан келиб чиқиш мақсадга мувофиқ.

Хориж тажрибаси шуни кўрсатадики, Марказий банк ҳам ривожланган давлатларда ҳам ривожланаётган давлатларда ҳукуматнинг бевосита кредитори ҳисобланмайди. Хусусан, Евроҳудуд, Индонезия, Исроил, Хитой, МДҲ давлатларидан Россия, Белоруссия, Қозоғистон ва Озарбайжон каби давлатларда Марказий банкларга давлат бюджети камомадини бевосита молиялаштириш ва ҳукуматга молиявий ёрдам кўрсатиш қонун билан **таъқиқланган**.

Бизда ҳам “Ўзбекистон Республикасининг Марказий банки тўғрисида”ги Қонуннинг 6-моддасига мувофиқ, Марказий банк Ўзбекистон Республикаси Ҳукуматига, бошқа давлат органларига ва ташкилотларига, шу жумладан, Ўзбекистон Республикаси Давлат бюджетининг тақчиллигини молиялаштириш учун **кредитлар ёки молиявий ёрдам бермайди**.

Ҳукуматга Марказий банк томонидан тўғридан-тўғри кредит берилишининг **қонунчилик билан таъқиқланиши**, пул-кредит сиёсати мустақиллигини таъминлаш ҳамда аҳоли ва тадбиркорлик субъектларининг банк тизимида, инфляция даражаси пасайишига ва миллий валюта қадрига ишончини ошириш имконини беради.

Иқтисодий инқироз ёки рецессия вақтида **иқтисодиётга пул маблағларини йўналтириш** ва шу орқали реал ўсишни рағбатлантиришнинг бир қатор усуллари мавжуд бўлиб, бунда **ривожланган мамлакатлар** маълум даражада устунликка эга бўладилар. Хусусан, АҚШ дунёнинг асосий захира валюталаридан бирининг эмитенти ва энг йирик капитал бозорига эга бўлиб, мамлакатда **қарз** инқирозининг юзага келиш эҳтимоллиги жуда паст ҳисобланади.

Шу ўринда, ривожланган мамлакатларда асосий мақсад бюджет камомadini молиялаштириш эмас, балки иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватлаш ва молия бозорлари барқарорлигини таъминлаш бўлиб, бунда турли **ностандарт ёндашувлардан** фойдаланиш кенг тарқалган.

Бу, биринчи навбатда, ривожланган давлатларда пул-кредит сиёсатининг **анъанавий инструментларидан** фойдаланиш имкониятининг чекланганлиги билан боғлиқ. Хусусан, уларнинг аксариятида Марказий банк асосий ставкалари ва давлат облигациялари даромадлилик даражаси ўртасидаги фарқ **нолга яқин** (ёки манфий даражада) бўлиб, Марказий банклар фақатгина ўз **балансини кенгайтириш** билан боғлиқ бўлган **ноанъанавий инструментлардан** фойдаланишади.

Бунда, **миқдорий ва (ёки) сифат жиҳатидан юмшатиш** дастурлари (Quantitative and qualitative easing) фискал сиёсат билан ўзаро мувофиқликда қўлланилади. Фоиз ставкалар нолга яқин шароитда пул-кредит сиёсати қарорларини иқтисодиётга фоиз канали орқали ўтказиш имконияти чекланиши сабабли шу каби инструментларга талаб ортади.

**Миқдорий юмшатиш (Quantitative easing)** Марказий банк томонидан молиявий активларни харид қилиш амалиёти бўлиб, бунда банк балансидаги давлат облигациялари, корпоратив акция ва облигацияларни сотиб олиш орқали иқтисодиётга қўшимча пул чиқарилади.

Натижада, пул-кредит сиёсатини юмшатиш бўйича қарор банклар орқали иқтисодиётга ўтиб, фоиз ставкаларнинг пасайиши кузатилади (нарх таъсири).

**Сифат жиҳатидан юмшатиш (Qualitative easing)** эса Марказий банк томонидан активлар таркибини ўзгартириш амалиёти бўлиб, одатда, **юқори ликвидли активларни сотиш** орқали (хорижий валюта, олтин, давлат қимматли қоғозлари ва бошқалар) **ликвидлик даражаси паст бўлган активлар** (активлар билан таъминланган қимматли қоғозлар, молиявий қийинчиликка учраган банклар кредитлари) сотиб олинади.

Бунда, чуқур инқироз шароитларида миқдорий ва сифат жиҳатидан юмшатиш дастурлари **биргаликда** ҳам қўлланилиши (Марказий банк балансининг ўсиши билан бир қаторда активлар сифат таркибининг ўзгариши) кузатилади. Мазкур ёндашув муомалага чиқарилаётган пулни муайян муаммоли соҳаларга йўналтириш орқали пул-кредит сиёсати трансмиссиясини кучайтириш имконини беради.

**Европа Марказий банки (ЕМБ) тажрибаси.** ЕМБ қимматли қоғозларни иккиламчи савдоларда бевосита сотиб олиши ва сотиши мумкин бўлиб, пул-кредит сиёсатининг мазкур ёндашуви **фақатгина молиявий тизим ликвидлигини мувозанатлаштириш** мақсадида қўлланилади.

Бундан ташқари, ЕМБ **ноанъанавий** пул-кредит сиёсати чоратадбирлари доирасида давлат ва корпоратив қимматли қоғозларни, активлар билан таъминланган қимматли қоғозларни сотиб олиши мумкин ва бу амалиёт иқтисодий фаолликни қўллаб-қувватловчи вазифасини бажаради.

**Япония банки тажрибаси.** Япония банки иккиламчи савдоларда давлат ва корпоратив қимматли қоғозлар, хусусан, корпоратив акцияларни ҳам харид қилиш орқали молия бозорига қўшимча маблағлар киритади.

Японияда 2016 йил сентябрдан бошлаб пул-кредит сиёсатини миқдорий ва сифат жиҳатидан юмшатиш орқали даромадлилик эгри чизиғини бошқариш дастури жорий этилган бўлиб, Япония банки фоиз ставкалар бўйича мақсадли кўрсаткичга эришиш мақсадида давлат қимматли қоғозларини тўғридан-тўғри харид қилади. Бунда, Япония банки давлат қимматли қоғозларини бюджет тақчиллигини қоплаш учун эмас, балки пул-кредит сиёсати самарадорлигини ошириш мақсадида харид қилади.

**Россия банкининг тажрибаси.** Россия банки томонидан очиқ бозорда қимматли қоғозларнинг олди-сотдиси билан боғлиқ амалиётлар банк тизими ликвидлигини тартибга солувчи инструмент сифатида **нисбатан кичик ҳажмда** амалга оширилади.



Қонунчиликка кўра, Россия банки давлат ва корпоратив қарз қимматли қоғозларини (акциялар — фақат РЕПО операциялари доирасида) сотиб олиши ва (ёки) сотиши мумкин.

Шу билан бирга, Россия банки томонидан давлат қимматли қоғозларини сотиб олиш **фақат иккиламчи бозорда** (бюджетни тўғридан-тўғри молиялаштириш имкониятларини чеклаш мақсадида) амалга оширилиши мумкин.

Ривожланган мамлакатларда **миқдорий ва сифат жиҳатидан юмшатиш** дастурларининг самарадорлиги кўп жиҳатдан баҳс-мунозарали ҳисобланади. Хусусан, иқтисодиётга йўналтирилган **пул маблағлари кўп ҳолларда молиявий тизимдан реал секторга етиб бормади** ва молиявий тизимда сақланиб қолиши орқали молиявий активлар қийматининг ошишига сабаб бўлади.

Шунингдек, ликвидликни ошириш орқали ривожланган мамлакатларда ҳам маълум даражадаги **инфляцион босимни** юзага келтиради.

Ривожланаётган мамлакатларда бу каби дастурлар **молия ва капитал бозорларининг** етарли даражада ривожланмаганлиги, иқтисодиётда **ялпи таклифнинг чекланганлиги** ва **юқори инфляция суръатларининг** сақланиб қолганлиги сабабли қўлланилмайди.

Бунда, иқтисодий шароитларнинг жорий ёмонлашуви ва ялпи таклифнинг қисқариши фонида иқтисодиётга ортиқча пул маблағларининг йўналтирилиши инфляция даражасига ҳамда импортни ошириши орқали миллий валюта курсига сезиларли босимни юзага келтиради.

Таъкидлаш лозимки, ривожланган мамлакатлар иқтисодиётга катта миқдордаги пулларни сезиларли муаммоларсиз йўналтиришлари мумкин бўлиб, бу товар етказиб бериш занжирларининг (“supply chain”) самарали йўлга қўйилганлиги билан изоҳланади.

Умуман олганда, иқтисодиётга пул маблағларини йўналтириш амалиёти юқорида таъкидланганидек, инқироз шароитида пул-кредит сиёсати анъанавий инструментларини қўллаш имкониятига эга бўлмаган ва кучли дефляцион босим юзага келган давлатларда ҳам инфляцияни мақсадли кўрсаткичига (таргет) қайтариш ҳам иқтисодий фаолликни рағбатлантириш мақсадида қўлланилади.

Бизнинг шароитда эса пул-кредит сиёсатининг фоиз канали борасида қабул қилинган қарорларни иқтисодиётга етказиш имконияти мавжуд бўлиб,

юқори инфляция даражаси сабабли миқдорий ва сифат жиҳатидан юмшатиш дастурларининг қўлланилиши инфляцион жараёнларни жадаллаштириши ва макроиқтисодий ҳолатни издан чиқаради ва аҳоли фаровонлигига жиддий салбий таъсир кўрсатади.

## Инфляциянинг номонетар омиллари таҳлили: ўрта ва узоқ муддатли истиқболда уларнинг инфляцияга таъсирини пасайтириш йўналишлари

Иқтисодиётда товар ва хизматларнинг нархлари ўзгаришига таъсир этувчи омиллар монетар ҳамда номонетар омилларга бўлинади. Марказий банк пул-кредит сиёсати инструментларининг бевосита таъсирида ўрта муддатли даврда инфляция даражасини ўзгаришига олиб келувчи ҳатти-ҳаракатлар инфляциянинг монетар омилларига киради.

Номонетар омиллар эса Марказий банк томонидан амалга ошириладиган пул-кредит сиёсати таъсиридан холи ҳисобланади.

Ушбу омилларга ташқи иқтисодий шароитлар, таркибий омиллар (рақобат шароитлари, ишчи кучи таклифи ва сифат кўрсаткичлари, ишлаб чиқаришнинг технологик даражаси, транспорт ва логистика инфратузилмаси), норматив-ҳуқуқий шароитлар ҳамда товар ва хизматларнинг ишлаб чиқаришдаги таклиф омиллари киради.

Инфляциянинг номонетар омиллари шартли равишда уч гуруҳга бўлинади: ташқи иқтисодий, таркибий ва ўрта муддатли истиқболда таклифга таъсир қилувчи омиллар.

**Ташқи иқтисодий омилларга** ҳукумат ва Марказий банк чоратадбирлари орқали таъсир қилиб бўлмайдиган, бир вақтнинг ўзида, ички иқтисодиётнинг барқарорлиги ва инфляцион жараёнларнинг сезиларли ўзгаришига сабаб бўладиган омиллар киради. Ташқи омиллар асосан импорт қилинадиган товарлар нархлари ва ҳамкор давлатларнинг валюта курсининг ўзгарувчанлигидан келиб чиқиб, экспорт, халқаро пул ўтказмалари ҳажмлари ва хом-ашёнинг жаҳон нархлари каби каналлар орқали мамлакат макроиқтисодий кўрсаткичларида акс этади.

Маҳаллий иқтисодиётни ташқи таъсирларга барқарорлигини таъминлаш учун:

- ташқи импорт каналлари орқали мавжуд хатарларни камайтириш мақсадида ижтимоий аҳамиятга эга маҳсулотлар импортини диверсификациялаш, тариф ва нотариф тартибга солиш механизмларини оптималлаштириш, импорт бозорида рақобат муҳитини таъминлаш борасида тизимли чоралар кўриш;

- меҳнат миграцияси расмий каналларини кенгайтириш, уларнинг касбий малакасини ошириш, шунингдек, хорижий давлатларда меҳнат муҳожирларининг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш ва хавфсизлигини таъминлаш;

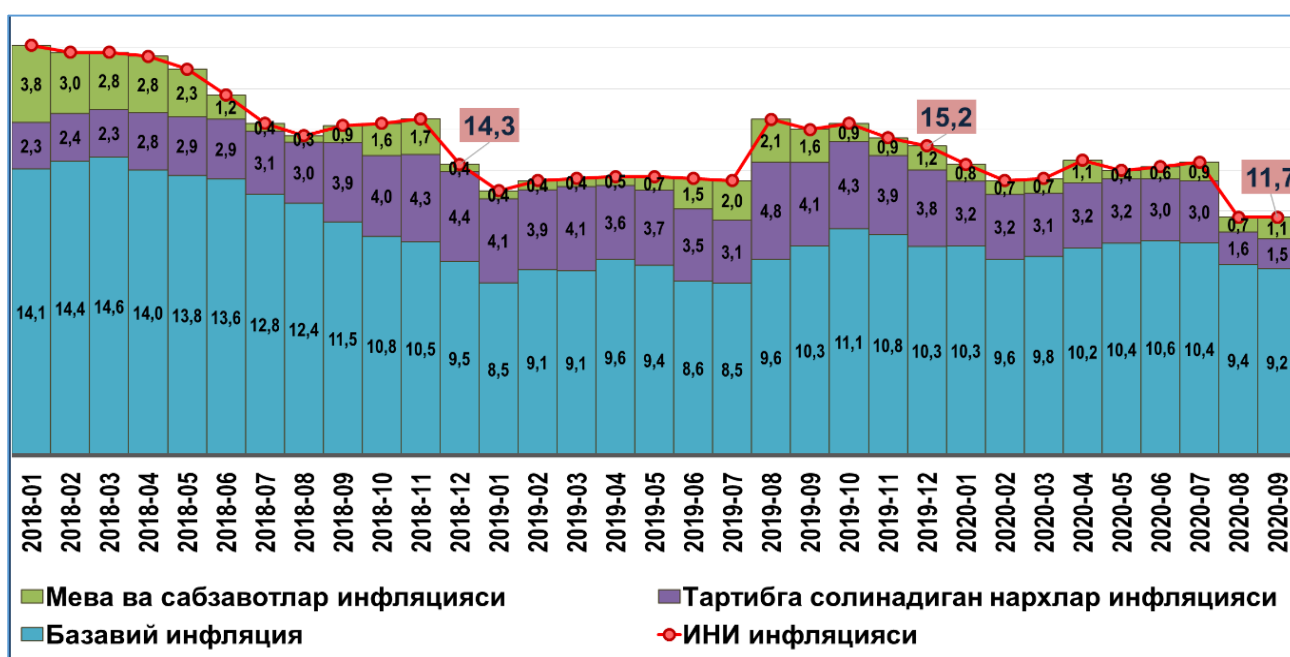
- ноанъанавий товарлар ва хизматлар (дастурий таъминотлар, ишланмалар, онлайн хизматлар) экспортини кенгайтиришга қаратилган чораларни амалга ошириш зарур.

**Иккинчи гуруҳ – ички номонетар омиллар** нархларнинг шаклланишига бир марталик ёки тизимли равишда таъсир кўрсатади. Буларга амалга оширилаётган ислоҳотлар натижасида ўзгарувчан таркибий ва институционал шароитлар киради. Ислоҳотларнинг моҳияти, олиб борилиши ва самарадорлиги, инфляцияга ҳам оширувчи ҳам камайтирувчи таъсир кўрсатиши мумкин.

Республикада амалга оширилган таркибий ислоҳотлар, хусусан, давлат корхоналарини ислоҳ қилиш, тартибга солинадиган нархларни эркинлаштириш, тариф ва нотариф бошқариш сиёсатини ўзгартириш ва солиқ ислоҳотлари натижасида баъзи товар ва хизматлар учун бир марталик проинфляцион ёки дезинфляцион шоклар вужудга келади.

Ўтган даврларда тартибга солинадиган нархларнинг ўзгариши инфляцияга сезиларли даражада оширувчи таъсир кўрсатди. Хусусан, 2018-2019 йилларда тартибга солинадиган нархларнинг ўсишининг инфляцияга бирламчи таъсирлари ҳар йили 3,0-4,8 фоиз банд атрофида ҳисса қўшиб келган бўлса, 2020 йилнинг январь-сентябрь ойларида ушбу кўрсаткич камаювчи тенденция қайд этиб, 1 октябрь ҳолатига йиллик инфляциядаги улуши 1,5 фоизни ташкил этди.

**ИНИ инфляцияси компонентлари динамикаси**  
(ИНИдаги ҳиссаси, фоиз бандда)



Давлат монополияларини ислоҳ қилиш орқали улар томонидан ишлаб чиқариладиган товарлар ва хизматларнинг нархлар даражасини бозор бозор тамойиллари асосида шакллантиришга эришилади. Шу билан бирга, ушбу ислоҳотларни натижадорлик ва ишлаб чиқариш унумдорлигини ошириш, энергия сарфи ва ишлаб чиқариш таннархини камайтириш, шунингдек, маҳсулот сифатининг яхшиланиши билан биргаликда амалга оширилиши лозим. Бу эса, ўз навбатида кейинчалик нархлар барқарорлигига хизмат қилади.

Иқтисодийётга инфляциянинг ички номонетар омиллар таъсирини камайтиришда:

- давлат корхоналарида олиб борилаётган ислоҳотларнинг самарадорлиги юзасидан қатъий назорат ўрнатиш;

- давлат корхоналарнинг самарадорлигини баҳолаш учун асосий самарадорлик (KPI) ва энергия сарфлаш кўрсаткичини жорий этиш. Корхоналар устидан жамоатчилик назоратини ўрнатиш мақсадида, олинган кўрсаткичлар ва молиявий ҳисоботлар бўйича ҳар чорақда давлат корхоналари рейтингини оммавий ахборот воситаларида эълон қилиб бориш;

- монопол корхоналарнинг (давлат ва хусусий) маҳсулотлари ва хизматлари нархларининг асоссиз оширилишини олдини олиш мақсадида уларнинг таннархи шаклланиши шаффофлигини таъминлаш;

- рақобатбардош товарлар ва молия бозорларида фаолият юритадиган хўжалик юритувчи субъектларнинг устав капиталида (фондлари) давлат иштирокини босқичма-босқич қисқартириб бориш ва ушбу бозорларда давлат корхоналарини ташкил этишни таъқиқлаш,

- истеъмол товарлари ишлаб чиқариш бозорларда рақобат муҳитини янада такомиллаштириш ва хусусий тадбиркорлик ҳуқуқлари ҳимоясини кучайтириш;

- якка тартибдаги солиқ ва божхона имтиёзларини бериш амалиётидан воз кечиш, шунингдек самарадорлик учун мавжуд имтиёзлар ва преференцияларни қайта кўриб чиқиш;

- солиқ назорати шакллари ва механизмларини такомиллаштириш, шу жумладан, замонавий ахборот-коммуникация технологияларини жорий этиш орқали солиқ солиш объектларини ва солиқ тўловчиларни тўлиқ қамраб олиш ва ҳисобга олишни таъминлаш;

- республика бўйлаб тадбиркорлик субъектларини энергия ресурслари билан узлуксиз таъминлаш, ишлаб чиқариш инфратузилмасини етарли даражада кенгайтириш, модернизация қилиш ва техник хизмат кўрсатиш;

- транспорт-логистика тизимини ривожлантириш, ҳудудлараро меҳнат миграциясини амалга ошиши учун зарурий шароитлар яратиш;

- асосий истеъмол товарлари (озик-овқат, кийим-кечак ва поябзал, маиший техника, тозалаш ва ювиш воситалари, шахсий гигиена воситалари), қурилиш материаллари ва бошқа маҳсулотларни божхона баҳолаш ва расмийлаштиришнинг (истисносиз) ягона тартибини белгилаш, шунингдек шаффофликни таъминлаш чораларини кўриш муҳим аҳамият касб этади.

Кенг қамровли таркибий ислохотларни амалга оширишда иқтисодий агентларнинг инфляцион кутилмаларини барқарорлаштириш муҳим ўрин тутди. Бунда, иқтисодий кўрсаткичларнинг кейинги ўзгаришлари, кутилаётган натижалари ва прогнозлари ҳақидаги маълумотларнинг шаффофлигини ошириш, асосли ва объективлигини таъминлаш долзарб ҳисобланади.

Бундан ташқари, экспорт ва импорт соҳаларида белгиланган қоидалар, талаблар ва уларда кутилаётган ўзгаришлар, бюджет камомади ҳамда иқтисодий фаолиятни тартибга солиш, шунингдек, солиққа тортиш бўйича иқтисодий агентларни хабардор қилиш ҳам инфляцион кутилмаларни барқарорлаштирувчи омил ҳисобланади.

**Учинчи гуруҳга** – истеъмол товарлари ва хизматларида айрим гуруҳларнинг нархлари динамикасидаги ўзгарувчан, бир марталик ёки мавсумий характерига эга бўлган омиллар киради. Ушбу номонетар омиллар таъсирини ва тебранувчанлигини камайтириш умумий инфляция даражаси ҳамда инфляцион кутилмаларга ижобий таъсир кўрсатади.

Сўнги йилларда **озик-овқат инфляцияси** асосан мева ва сабзаётлар, гўшт маҳсулотлари, шакар, ўсимлик ёғи ҳамда дон маҳсулотлари нархларининг ошиши билан боғлиқ бўлди. Ушбу товар гуруҳи нархлари даражасининг сезиларли ўзгаришига мева-сабзаёт маҳсулотларининг мавсумий характерга эга эканлиги, ташқи савдо шароитлари ҳамда товарлар импортида мавжуд божхона тўловлари, тариф, нотариф ва маъмурий чекловлар билан изоҳлаш мумкин.

Хусусан, 2020 йилнинг дастлабки ойларидан пандемиянинг дунё бўйлаб кенг тарқалиши натижасида кўплаб давлатларда карантин чоралари кучайтириб борилди. Бунинг натижасида, халқаро товар айирбошлаш ва логистика масалаларида узилишлар юзага келди. Шунингдек, карантин даврида асосий озиқ-овқат маҳсулотлари, хусусан, гўшт, буғдой, ёғ, шакар ва ун маҳсулотларига талабнинг ортиши ушбу товарлар импортининг маълум даражада қисқаришига олиб келди.

Бу эса, ўз навбатида, ушбу озиқ-овқат маҳсулотлари нархларини ошишига таъсир кўрсатди.

Мева-сабзавот маҳсулотлари нархларининг мавсумий ўзгаришларини юмшатиш учун уларни сақлаш инфратузулмаси (омборлар) ва улгуржи тарқатиш марказлари ҳажмини кенгайтириш муҳим аҳамиятга эга. Бунда, сақлаш тармоғида мева-сабзавотлар таъминот тизимини самарали мувофиқлаштириш ва маҳаллий ишлаб чиқарувчилар ўртасида бозор тамойиллари ва логистика тармоқлари ўртасида барқарор алоқаларни ўрнатиш муҳим ҳисобланади. Бу эса, доимо кузатиладиган мавсумийликни бозор шароитларига салбий таъсирини камайтириш имконини беради.

Омборхоналарда сақлаш тизимини яхшилаш нафақат қишлоқ хўжалигини, балки маҳсулотларни қайта ишлаш инфратузилмасини (саралаш, қадоқлаш, қуритиш, музлатиш ва ҳоказо.) ривожлантиришга туртки бўлади. Озиқ-овқат маҳсулотларини сақлаш тизими мавжудлиги, давлат харидлари сиёсатини юритишда давлат харидлари ва озиқ-овқат таъминоти механизмларидан самарали фойдаланиш имконини беради.

Шунингдек, нархларни тартибга солиш орқали бозорлар фаолиятига аралашувлар сезиларли даражада камади. Бу эса, ўз навбатида, якуний харидорлар учун пасайтирилган нархларда таклифи вужудга келишига хизмат қилади.

Шу билан бирга, ҳудудларда улгуржи савдо ва тарқатиш марказларининг ташкил этилиши ва сонининг оширилиши маҳсулот занжирини тиклаб, маҳаллий бозорларда рақобатни кучайтиради ва товарларнинг чакана нархларини пасайтиради.

Гўшт маҳсулотлари бозорини барқарорлаштириш, ушбу маҳсулотларга нисбатан ўсиб бораётган талабни ўз вақтида қондириб бориш учун таъминот каналларини яхшилаб бориш ва гўшт ишлаб чиқаришни саноат даражасига олиб чиқиш зарур. Шу нуқтаи назардан, республикада озуқа базаси етарли эмаслигини ҳисобга олиб, Қозоғистон ва Қирғизистоннинг чегара ҳудудлари билан наслчилик ишлари бўйича ўзаро манфаатли ҳамкорлик масалаларини кўриб чиқиш мақсадга мувофиқдир.

Бу борада, тизимли асосда маҳаллий гўшт маҳсулотларини ишлаб чиқарувчилар бозорини шакллантириш, шунингдек, яйловларни ўзлаштириш орқали озуқа базасини кенгайтириш бўйича тегишли чоралар ва дастурларни қабул қилиш зарур.

Бундан ташқари, нархлар даражаси барқарорлигини таъминлашда иқтисодиётдаги унумдорликни ошириш муҳим аҳамиятга эга бўлиб, инклюзив ўсишга ёрдам беради.

**Марказий банк асосий ставкасини кўриб чиқиш бўйича 2020-2021 йилларда Бошқарув йиғилишларида\* макроиқтисодий таҳлил ва прогнозларни ишлаб чиқиш ҳамда қарор қабул қилиш жараёни**

Прогноз босқичи	Босқичнинг йўналиши ва муддати	Мақсадлар	Амалга ошириладиган асосий вазифалар
1-босқич	Дастлабки прогнозларни ишлаб чиқиш босқичи (Бошқарув йиғилишидан 5-6 ҳафта олдин)	Жорий макроиқтисодий вазият, ички ва ташқи шароитлар ва уларнинг кутилаётган ўзгаришлари ҳисобига дастлабки прогнозларни ишлаб чиқиш	<p>1. Макроиқтисодий прогноз учун зарур бўладиган ички ва ташқи иқтисодий кўрсаткичларнинг <b>статистик базаси</b> янгиланади.</p> <p>2. Пул-кредит сиёсати департаменти мутахассислари томонидан <b>Чораклик прогнозлаш модели (QPM)</b> параметрлари дастлабки тарзда муҳокама қилинади.</p> <p>3. Айрим макроиқтисодий кўрсаткичлар бўйича (асосан, инфляция ва ЯИМ реал ўсиши) <b>қисқа муддатли прогнозлаш</b> (турли эконометрик моделлар асосида) амалга оширилади.</p> <p>4. Шакллантирилган статистик маълумотлар, ўзгартирилган модел параметрлари, қисқа муддатли прогнозлаш натижалари ва мутахассисларнинг экспертлик хулосалари асосида <b>ўрта муддатли прогнознинг дастлабки варианты</b> ишлаб чиқилади.</p>
2-босқич	Дастлабки прогнозларнинг департаментлараро ва тегишли Раис ўринбосари билан муҳокама этилиши (Бошқарув йиғилишидан 3-4 ҳафта олдин)	Дастлабки прогнозларни, модел натижаларини ҳамда мавжуд ички ва ташқи хатарларни муҳокама қилиш	<p>1. Пул-кредит сиёсати томонидан ишлаб чиқилган прогнозлар асосида <b>тақдимот</b> тайёрланиб, йиғилишда муҳокама этилади.</p> <p>2. <b>Модел параметрлари</b> мавжуд макроиқтисодий кутилмалар, белгиланган режалар ва мутахассисларнинг экспертлик хулосалари асосида қайта кўриб чиқилади.</p> <p>3. Макроиқтисодий шароитларда юзага келиши мумкин бўлган <b>ички ва ташқи хатарлар</b> муҳокама қилиниб, зарурий пул-кредит шароитларини таъминлаш учун омиллар ва кутилмалар белгилаб олинади.</p>



3-босқич	<p><b>Прогнозларни такомиллаштириш</b> ва муқобил сценарийларни ишлаб чиқиш босқичи (<i>Бошқарув йиғилишидан 2 ҳафта олдин</i>)</p>	<p>Департаментлараро муҳокама хулосалари асосида макроиқтисодий ривожланишнинг асосий ва муқобил сценарийларини шакллантириш</p>	<p>1. Пул-кредит сиёсати департаменти <b>прогнозлаш гуруҳи</b> томонидан <b>прогнозлар параметрлари оптималлаштирилади</b>, дастлабки прогноз натижаларига зарурий тузатишлар киритилади.</p> <p>2. Ички ва ташқи хатарлардан келиб чиқиб бир ёки бир нечта макроиқтисодий ривожланишнинг <b>муқобил сценарийлари</b> бўйича экспертлик хулосалар ва кутилмалар ишлаб чиқилади.</p> <p>3. Асосий ёки муқобил сценарийлардан бирида кўзда тутилган шарт-шароитлар шаклланганда пул-кредит сиёсатининг унга муносиб чоралари йўналишлари бўйича таклифлар ишлаб чиқилади.</p>
4-босқич	<p>Макроиқтисодий <b>прогнозларни ўзаро</b> мувофиқлигини таъминлаш ва пул-кредит шароитлари бўйича таклифлар ишлаб чиқиш (<i>Бошқарув йиғилишидан 1 ҳафта олдин</i>)</p>	<p>Чораклик прогноз натижаларни молиявий дастурлар тизими билан мувофиқлигини таъминлаш, пул-кредит шароитларнинг иқтисодиётга таъсири баҳолаш ва пул-кредит шароитлари бўйича таклифлар шакллантириш</p>	<p>1. Чораклик прогнозларнинг якуний натижалари <b>Молиявий дастурлаш ва сиёсат тизими (FPP)</b> билан уйғунлаштирилади ва макроиқтисодий кўрсаткичлар умумий тизимлашган ҳолда таҳлил қилинади. Бунда, <b>кўрсаткичларнинг бир-бирига мувофиқлиги</b> ва <b>манتيқий боғланишлар</b> ўрганилади.</p> <p>2. Амалдаги ва кутилаётган пул-кредит шароитларининг <b>иқтисодиётга таъсирлари</b> баҳоланади. Макроиқтисодий прогнозларга мос пул-кредит шароитларини шакллантириш бўйича якуний хулосалар шакллантирилади.</p> <p>3. Макроиқтисодий прогнозлар ва кўрсаткичларнинг кўрсаткичларнинг кенг қамровли тўплами асосида <b>пул-кредит шароитларига тегишли ўзгартириш киритиш ёки ўзгаришсиз қолдириш бўйича таклифлар</b> Кредит қўмитасига киритиш учун тақдимот ва материаллар тайёрланади.</p>
5-босқич	<p>Макроиқтисодий таҳлил ва прогнозларнинг Марказий банкнинг <b>Кредит қўмитасида</b> муҳокама этилиши</p>	<p>Таҳлил ва прогнозларни Кредит қўмидада кўриб чиқиш ва улар асосида Бошқарув йиғилиши учун</p>	<p>1. Макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлар Кредит қўмитасида муҳокама этилиб, <b>сўнгги ўзгартириш ва тузатишлар</b> келишиб олинади.</p> <p>2. Мазкур ўрта муддатли прогнозлар асосида Марказий банк пул-кредит сиёсатининг келгуси йўналишлари муҳокама қилинади.</p> <p>3. Бошқарув йиғилиши учун <b>асослантирилган таклифлар</b> ишлаб чиқилади.</p>

	(Бошқарув йиғилишидан 2-4 кун олдин)	таклифларни шакллантириш	4. Пул-кредит сиёсати томонидан прогнозларнинг сўнгги варианты ва ишлаб чиқилган таклифлар асосида Бошқарув йиғилиши учун <b>тақдимот ва таҳлилий материаллар</b> тайёрланади.
6-босқич	<b>Бошқарув йиғилиши</b> ва асосий ставка бўйича <b>қарорнинг қабул қилиниши</b>	Макроиқтисодий таҳлил ва прогнозларнинг Бошқарувда муҳокама этилиши ва асосий ставка бўйича қарорнинг қабул қилиниши	1. Пул-кредит сиёсати департаменти директори томонидан Бошқарув йиғилишида <b>тақдимот</b> амалга оширилади ва Кредит қўмитасида шакллантирилган <b>таклифлар</b> Бошқарув аъзоларига етказилади. 2. Бошқарув аъзолари томонидан мазкур таҳлиллар, прогнозлар ва таклифлар муҳокама этилиб, <b>келгуси давр учун пул-кредит шароитлари йўналиши</b> келишилади. 3. Муҳокамалар натижаси бўйича овоз бериш жараёни натижалари бўйича <b>Марказий банк асосий ставкаси бўйича тегишли қарор қабул қилинади.</b>
7-босқич	Коммуникация босқичи (Бошқарув йиғилишидан кейин)	Марказий банк Бошқаруви томонидан қабул қилинган қарорни кенг жамоатчиликка ўз вақтида ва тушунарли тилда етказиш	1. Бошқарув йиғилиши натижалари бўйича <b>Марказий банк пресс-релизи</b> эълон қилинади. 2. Асосий ставка бўйича даражасини белгилаш бўйича ўтказилган Бошқарув йиғилиши қарорини кенг жамоатчиликка етказиш мақсадида Марказий банк Раиси ва (ёки) унинг ўринбосарлари иштирокида <b>матбуот анжумани</b> ўтказилади. 3. Амалга оширилган макроиқтисодий таҳлил ва прогнозлар асосида таянч Бошқарув йиғилишларидан сўнг икки ҳафталик муддат ичида Марказий банкнинг <b>“Пул-кредит сиёсати шарҳи”</b> эълон қилинади. 4. Жамоатчилик турли қатламлари билан Бошқарув қарори якунлари бўйича <b>семинарлар, интервьюлар ва турли шаклдаги мулоқотлар</b> амалга оширилади.

\* Марказий банк Бошқаруви асосий ставкани кўриб чиқиш бўйича йил давомида 8 мартаба йиғилиш ўтказилади. Шундан 4 таси (чорак якунлари бўйича) **таянч** ва 4 таси **оралиқ** йиғилиш ҳисобланади. Таянч Бошқарув йиғилишлари учун макроиқтисодий прогнозлар янгиланади ва шу асосда таҳлилий маълумотлар тайёрланади. Бошқарувнинг оралиқ йиғилишлари учун эса инфляцияга таъсир қилувчи хатарлар ва прогноз кўрсаткичларга эришиш бўйича ноаниқлар бўйича маълумотлар тайёрланади.

## Глоссарий

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

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

<b>Ликвидликни стерилизация қилиш</b>	– турли омиллар таъсирида вужудга келадиган ортиқча ликвидликни банк тизимидан чиқариб олиш.
<b>Макропруденциал чоралар (ингл. macroprudential policy)</b>	– банк тизими, молия бозори ёки унинг алоҳида соҳаларида тизимли рискни минималлаштиришга қаратилган фаол тадбирлар мажмуи.
<b>Марказий банкнинг валюта интервенциялари</b>	– Марказий банк томонидан монетар олтинни сотиб олиш натижасида вужудга келган қўшимча ликвидликни стерилизация қилиш, шунингдек миллий валюта курси кескин ўзгаришининг олдини олиш мақсадида Марказий банкнинг валюта сотиб олиш ва сотиш орқали валюта бозоридаги иштироки.
<b>Марказий банкнинг фоиз сиёсати</b>	– Марказий банк пул-кредит сиёсатининг бир қисми бўлиб, унинг ёрдамида Марказий банк молиявий ресурсларнинг қиймати ва 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 ўзгариши иқтисодиётдаги фоиз ставкалари даражасига таъсир кўрсатиб, инвестициялар ва жамғармалар ўзгаришига, бу, ўз навбатида, ялпи талаб шаклланишига таъсир кўрсатади.
<b>Маъмурий тартибга солинадиган нархлар</b>	– бозор механизмлари (талаб ва таклиф) асосида шаклланимайдиган, аксинча, ҳукумат идоралари, ташкилотлар ва корхоналар орқали алоҳида турдаги маҳсулотлар (товарлар, хизматлар) маъмурий йўл билан белгиланадиган нархлар.
<b>Микропруденциал чоралар</b>	– бутун молия секторига қўлланилмайдиган, аксинча, алоҳида олинган молиявий институтларга қўлланиладиган чоралар мажмуи.
<b>Молия бозори</b>	– иқтисодий бойликлар алмашинуви жараёнида вужудга келадиган иқтисодий муносабатлар тизими.
<b>Молиявий барқарорлик</b>	– ресурсларни қайта тақсимлашни ва молиявий таваккалчиликни бошқаришни таъминлаган ҳолда молиявий тизимнинг ўз функцияларини самарали бажарадиган, молия бозорида (унинг сегментларида) ҳаддан ташқари ўзгарувчанлик бўлмаган, ҳисоб-китобларнинг узлуксизлиги таъминланган, шунингдек, салбий шоклар таъсирини бартараф эта оладиган ва стресс ҳолатидан қайта тиклана оладиган, фавқулодда ҳолатларда фаолият кўрсата оладиган молия тизимининг ҳолати.
<b>Молиявий тизим</b>	– турли хил молиявий воситалар ёрдамида давлат, ташкилотлар ва аҳолининг маблағларини шакллантириш ва улардан фойдаланишни таъминлайдиган молиявий ташкилотлар ва молия бозорлари мажмуи. Бунда, молиявий институтлар (бозорлар ва молиявий ташкилотлар) чекланган молиявий ресурсларни бир хўжалик юритувчи субъектлардан бошқаларига қайта тақсимлайдилар.
<b>Паст база эффекти</b>	– бу кўрсаткич ҳаддан ташқари ўсиш суръатининг жуда паст бўлган бошланғич кўрсаткичи билан изоҳланадиган ҳолатдир, яъни агар кузатилаётган даврда нархларда сезиларли ўзгаришлар рўй бермаган, лекин база даврида ностандарт кескин пасайиш кузатилган бўлса, у ҳолда нархнинг «табиий» даражаси ва оддий ўсиш суръатига қайтиши, жорий йиллик инфляция даражасининг унинг база даврига нисбатан сезиларли даражада ўсиши кузатилади. Ушбу ҳолатнинг акси юқори база эффекти деб

айтилади. База таъсири мавсумий тебранишларга мойил бўлган товарлар ва хизматлар нархларида яққолроқ намоён бўлади.

### **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 олинадиган 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 ўзгартирилиши ёки ўзгаришсиз қолдирилиши ва унинг келгусидаги траекторияси тўғрисидаги сигналининг молиявий бозор сегментларидан иқтисодиётнинг реал секторига ва натижада инфляция даражасига аста-секинлик билан тарқалиш жараёни. Фоиз ставкасининг ўзгариши иқтисодиётга қуйидаги асосий каналлар орқали узатилади: фоиз, кредит, валюта, активлар нархи ва 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).

### **Стресс-тест (ингл. stress testing)**

– молиявий ташкилотлар, алоҳида секторлар, бозорлар ёки бутун молия тизимининг хатарларини таҳлил қилиш ва уларнинг кам содир бўладиган, аммо эҳтимолий хавф-хатарларга қарши тура олишини баҳолаш усули.

### **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 мажбуриятлари бўйича 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 фаолиятидаги хавф-хатарлар.

### **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.

<b>Тўлов баланси</b>	– мамлакатнинг маълум вақт давомида резидентлар ва норезидентлар ўртасидаги барча иқтисодий битимларни акс эттирувчи статистик ҳисобот.
<b>Узоқ муддатли пуллар</b>	– иқтисодиёт ва молия соҳасида узоқ муддатли (бир йилдан ортиқ) қарзлар (инвестициялар) ёки узоқ муддатли кредитларни тавсифлаш учун ишлатиладиган ибора.
<b>Ўртача тортилган фоиз ставкаси</b>	– ўрнатилган кўрсаткичнинг умумий ҳажмдаги вазн оғирлиги ҳисобга олинган ўртача фоиз ставкаси. Оғирлик вазни сифатида ҳар бир фоиз ставкасининг умумий ҳажмдаги улуши олинади.
<b>Фоиз коридори</b>	– пул бозоридаги қисқа муддатли фоиз ставкаларини Марказий банкнинг асосий фоиз ставкасига (фоиз таргетига) яқинлаштириш тизими; фоиз коридорининг юқори чегараси Марказий банкнинг тижорат банкларига қарз тақдим этиш ставкаси (одатда овернайт ставкаси), қуйи чегараси эса Марказий банкнинг тижорат банкларидан депозитлар жалб қилиш ставкаси ҳисобланади.
<b>Халқаро пул ўтказмалари</b>	– пул маблағларини мамлакатга ёки мамлакат ташқарисига халқаро пул ўтказмалари тизимлари орқали ўтказиш.
<b>Эмпирик таҳлил</b>	– мавжуд маълумотларни таҳлил қилиш ва ўрганиш асосида талқин қилиш усули. Эмпирик ёндашув назариялар ва тушунчаларга таянмасдан ҳақиқий маълумотларга, кўрсаткичларга ва натижаларга асосланади.
<b>Ялпи ички маҳсулот дефлятори</b>	– маълум бир давр мобайнида мамлакат ҳудудида ишлаб чиқарилган ва истеъмол қилинган товар ва хизматлар нархлари умумий даражасини ўзгариши.