



O'zbekiston Respublikasi
Markaziy banki

2024 yil II chorak

**PUL-KREDIT
SIYOSATI
SHARHI**

O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki

Pul-kredit siyosatini amalga oshirishda asosiy e’tibor – iqtisodiyotda narxlar barqarorligini ta’minlash va inflyatsiya darajasining 5 foizlik o’rta muddatli targetiga erishishga qaratilmoqda

5%



MUNDARIJA

REZYUME	3
I. O‘RTA MUDDATLI MAKROIQTISODIY PROGNOZLAR	5
1.1. Makroiqtisodiy prognozlar.....	5
1.2. Tashqi iqtisodiy sharoitlarning shakllanish istiqbollari	10
1.3. Pul-kredit sharoitlari va pul-kredit siyosati istiqboli	13
1.4. Inflyatsiya prognozi va inflyatsion kutilmalar	17
1.5. Makroiqtisodiy rivojlanishdagi noaniqliklar va xatarlar	21
1-havola. Suveren obligatsiyalar daromadliligi dinamikasi va ularga ta’sir etuvchi omillar	23
2-havola. Yetakchi markaziy banklarning pul-kredit siyosati choralari farqlanishi va buning jahon iqtisodiyotiga ta’siri	25
3-havola. Inflyatsion kutilmalar, sezilgan va joriy inflyatsiya orasidagi bog‘liqlik tahlili	28
II. JORIY MAKROIQTISODIY SHAROITLAR	30
2.1. Ichki iqtisodiy faollik va yalpi talab omillari	30
2.2. Inflyatsiya dinamikasi.....	33
2.3. Pul-kredit sharoitlari.....	37
4-havola. Asosiy stavka o‘zgarishining depozit va kredit foiz stavkalariga o‘tishini baholash	42
5-havola. Fiskal shoklar dinamik ta’sirining empirik tahlili	45
6-havola. Xizmatlar inflyatsiyasida kuzatilayotgan tendensiyalar	48
7-havola. Energiya resurslari narxlari oshirilishining aholi inflyatsion kutilmalariga ta’siri	50
Ilova. O‘zbekiston eksportiga tashqi talab ta’siri tahlili	52

REZYUME

Markaziy bank boshqaruvi 2024-yil 25-iyuldagi yig'ilishida asosiy stavkani 0,5 foiz bandga pasaytirib, yillik 13,5 foiz darajasida belgiladi.

Bazaviy inflyatsiyaning pasayishi va inflyatsion kutilmalar dinamikasi energiya tariflari oshirilishining inflyatsiyaga ikkilamchi ta'siri kutilganidan past bo'layotganligini ko'rsatib, yil yakunida inflyatsiya prognoz koridorining quyi chegaralarida shakllanishi bo'yicha ishonchni oshirmoqda.

Nisbatan qat'iy pul-kredit sharoitlari ishlab chiqarishning ijobiy tafovutini qisqarib borishiga va talab tomondan inflyatsion bosimning pasayishiga xizmat qilmoqda.

Iyun oyida umumiy inflyatsiya yillik 10,6 foiz darajasida shakllanib, inflyatsiyaning barqaror komponentlari va meva-sabzavotlar narxlarida sezilarli pasayish kuzatildi. Tashqi bozorlardagi narxlar dinamikasi ham import inflyatsiyasiga pasaytiruvchi ta'sir ko'rsatishda davom etmoqda.

Shuningdek, oziq-ovqat tovarlari inflyatsiyasining pasayishi hamda almashuv kursi barqarorligi aholining inflyatsion kutilmalariga ijobiy ta'sir ko'rsatib, iyun oyida sezilarli pasayishga olib keldi. Bu esa, kutilmalar tomonidan inflyatsiyaga bosimlarni pasayib borishiga sharoit yaratadi.

Bazaviy inflyatsiyaning pasayuvchi dinamikasi davom etib, iyunda 5,9 foizga teng bo'ldi va yil boshidan 2,6 foiz bandga pasaydi. Bu inflyatsiyaning kelgusida ham pasayuvchi trendining davom etishiga ishora bermoqda.

Joriy yildagi bazaviy inflyatsiya tendensiyasi va inflyatsion omillar ta'sirining kutilganidan pastroq bo'lishi hisobiga inflyatsiya prognozi pasayish tomonga qayta ko'rib chiqildi. Yil yakunida umumiy inflyatsiyaning 9 foiz atrofida shakllanishi va 2025-yil oxirida 5 foizlik target darajasiga yaqinlashishi kutilmoqda.

2024-yilning II choragida iqtisodiy o'sish tezlashishda davom etib, I yarim yillikda iqtisodiyot real hisobda 6,4 foizga o'sdi. Sanoat, qurilish va xizmatlar sohalaridagi yuqori faollik iqtisodiy o'sishni qo'llab-quvvatlamoda.

Yuqori investitsion faollik, xususan, to'g'ridan-to'g'ri xorijiy va xususiy kapital qo'yilmalari yalpi investitsion talabni oshishida muhim omillardan bo'lmoqda.

Tadbirkorlarning iqtisodiy faolligi va ishbilarmonlik kayfiyati bo'yicha indekslarda so'nggi ikki oyda nisbatan pasayish kuzatilgan bo'lsada, ijobiy natijalar saqlanib qolmoqda.

Yilning II yarmida ham yuqori investitsion va ishlab chiqarish faolligining saqlanib qolishi fonida yil yakuni bo'yicha real YaIM o'sishi prognozi 5,7-6,2 foizgacha oshirildi.

Aholi va tadbirkorlik subyektlari xarajatlaridagi tarkibiy o'zgarishlar ta'sirida yalpi iste'mol talabining ma'lum ma'noda maqbullashishi prognoz qilinmoqda.

Iqtisodiyotda nisbatan qat'iy pul-kredit sharoitlarining saqlanib qolayotganligi yalpi talab va taklif o'rtasidagi muvozanatni ta'minlashga xizmat qiladi. Natijada, bugungi kunda shakllangan 0,5-0,6 foizlik YaIM ijobiy tafovutining yil yakuniga qadar yopilishi va inflyatsiyaga oshiruvchi ta'siri pasayishi kutilmoqda.

Asosiy savdo hamkorlardagi yuqori iqtisodiy o'sish sur'atlari hamda jahon narxlarining qulay konyunkturasi sharoitida eksport tushumlari va pul o'tkazmalari hajmlarining dastlabki prognozlarga nisbatan yuqori sur'atlarda o'sishi taxmin qilinmoqda.

Joriy yilning II choragida iqtisodiyotga turli kanallar orqali valyuta oqimining sezilarli oshishi kuzatilib, so'm almashuv kursining barqarorlashishiga ijobiy ta'sir ko'rsatdi.

Bank tizimi umumiy likvidligi, jamg'armalar va kreditlar hajmi dinamikasi nisbatan qat'iy pul-kredit sharoitlari saqlanib qolayotganligini ko'rsatmoqda. Bu, o'z navbatida, so'mda jamg'arish jozibadorligini oshirib, aholi omonatlarida yuqori o'sish sur'atlarini ta'minlab boradi.

Shu bilan birga, yil yakuniga qadar inflyatsion kutilmalarning joriy dinamikasi davom etishi bo'yicha ayrim noaniqliklar hamda xizmatlar bazaviy inflyatsiyasi yuqoriligi bilan bog'liq inflyatsiyani oshiruvchi xatarlar ham saqlanib qolmoqda.

Markaziy bank inflyatsiyaning 5 foizlik targetiga erishishga qaratilgan nisbatan qat'iy pul-kredit siyosatini amalga oshirishda davom etadi.

I. O'RTA MUDDATLI MAKROIQTISODIY PROGNOZLAR

1.1. Makroiqtisodiy prognozlar

2024-yilning I yarim yilligi yakunlari bo'yicha iqtisodiyotdagi yalpi talab va taklif, yangilangan ichki va tashqi makroiqtisodiy ko'rsatkichlar va kutilmalarni inobatga olgan holda Markaziy bank tomonidan o'рта muddatli iqtisodiy o'sish prognozlari oshish tomonga ko'rib chiqildi.

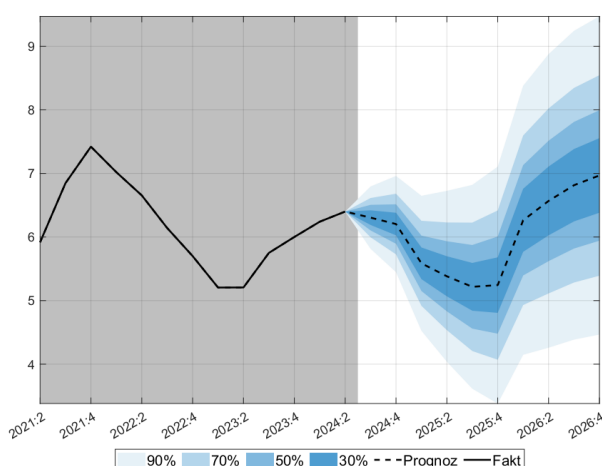
Yangilangan prognozlarga ko'ra, 2024-yilda iqtisodiy o'sish 5,7-6,2 foiz atrofida (apreldagi prognozlarga nisbatan 0,5 foiz bandga yuqori) bo'lishi kutilmoqda (1.1.1-rasm).

Iqtisodiy o'sish prognozi oshishiga I yarim yillikda shakllangan ichki va tashqi iqtisodiy faollikning yuqori bo'lgani, investitsiyalar oqimi oshib borayotgani, inflyatsiyaning barqaror komponentlarida pasayuvchi tendensiyasining davom etishi fonida aholi real daromadlarining oshib borishi asosiy omillardan bo'ldi.

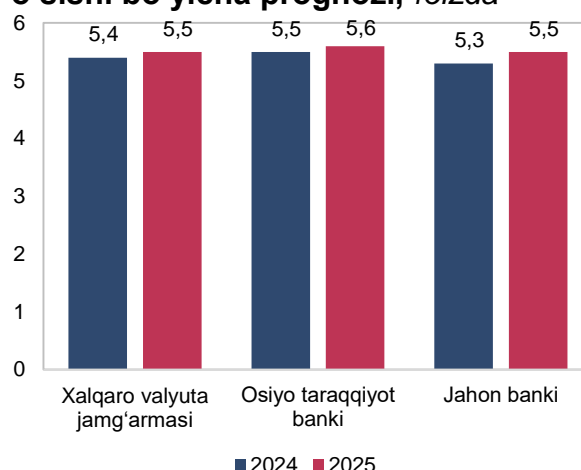
Bunda, uy xo'jaliklarining iste'mol talabi hisobiga yakuniy iste'mol xarajatlari o'sishini saqlanib qolishi va 2024-yilda 5-6 foiz atrofida shakllanishi prognoz qilinmoqda.

Iqtisodiyot va moliya vazirligi fiskal maqsadlardan kelib chiqib, konsolidatsiyalashgan byudjet taqchilligining YalMga nisbati joriy yilda 4 foizdan, 2025-yildan boshlab 3 foizdan oshmasligini prognoz qilmoqda.

1.1.1-rasm. YAIM o'sishi prognozi, foizda



1.1.2-rasm. Xalqaro moliya tashkilotlarining O'zbekiston YalMi o'sishi bo'yicha prognozi, foizda



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

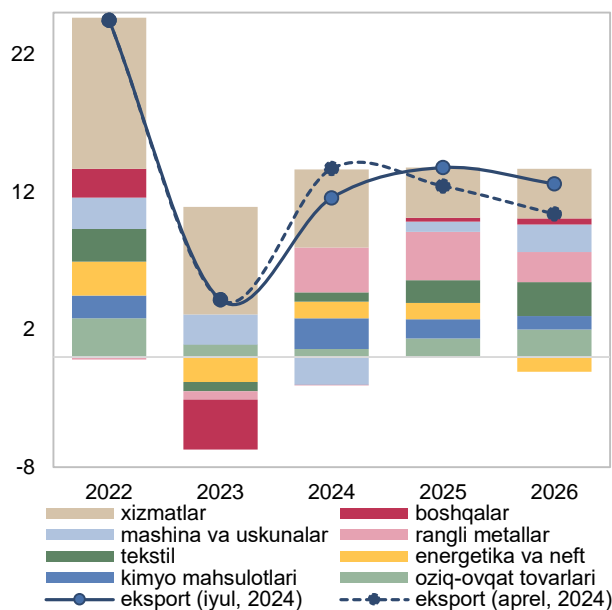
Fiskal xarajatlarning optimallashtirishi fonida davlat iste'mol xarajatlari real o'sishi oldingi yil ko'rsatkichlari doirasida bo'lishi kutilmoqda.

Asosiy kapitalga yo'naltirilgan xususiy investitsiyalarning yuqori o'sishi joriy yilning II yarim yilligida ham saqlanib qoladi.

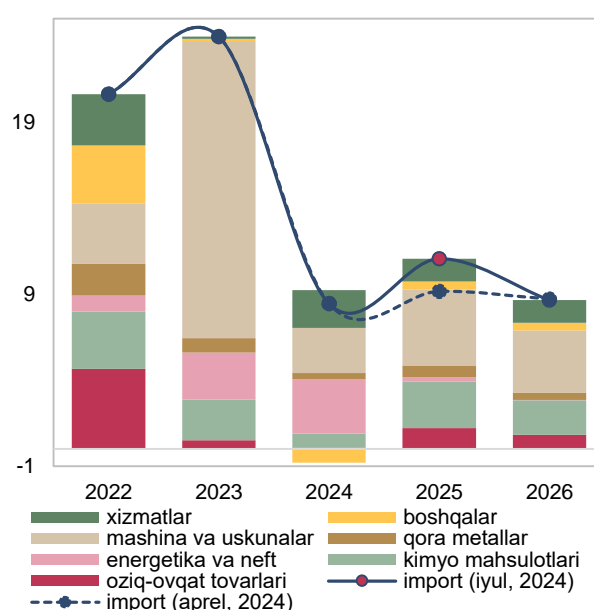
2024-yil yakuni bo'yicha iqtisodiy o'sish kutilmalari oshishi xalqaro moliya institutlarining yangilangan hisob-kitoblarida ham e'tirof etilgan. Xususan, Xalqaro Valyuta Jamg'armasi (XVJ) va Jahon banki tomonidan yangilangan prognozlarga ko'ra, 2024-yilda O'zbekiston iqtisodiyotining o'sishi mos ravishda 5,4 va 5,3 foizni tashkil etishi prognoz qilinmoqda¹ (1.1.2-rasm). Bunda, mamlakatimiz uchun iqtisodiy o'sish ko'rsatkichini XVJ aprel oyidagi prognozlariga nisbatan 0,2 foiz bandga oshirgan bo'lsa, Jahon banki o'zgarishsiz qoldirgan.

Geosiyosiy vaziyatdagi noaniqliklarning davom etishi va joriy yilning II yarmida yetakchi markaziy banklar tomonidan pul-kredit sharoitlarining kutilayotgan yumshatilishi natijasida oltinga bo'lgan talab yuqoriligicha saqlanib qoladi va joriy narxning yuqori darajada shakllanishiga xizmat qiladi. Bu, o'z navbatida, eksport hajmi o'sishi II yarim yillikda ham barqaror davom etishi bo'yicha ehtimollarni oshiradi.

1.1.3-rasm. Oltinsiz eksport o'sish sur'atlari, foizda



1.1.4-rasm. Import o'sish sur'atlari, foizda



Manba: Statistika agentligi, Markaziy bank hisob-kitoblari.

Uran va mis bo'yicha jahon narxining o'tgan yilga nisbatan sezilarli yuqori shakllanayotganligi ushbu tovarlar eksporti o'sishini qo'llab-quvvatlaydi. Shuningdek, jahonda paxta hosildorligi bo'yicha yuqori

¹ XVJ xodimlarining joriy yilning may oyidagi 2024-yil IV modda bo'yicha missiyasi bayonoti hamda Jahon bankining iyun oyidagi "Global iqtisodiy istiqbollar" hisoboti.

kutilmalar narxning pasayishiga olib kelishi va tekstil mahsulotlari eksporti bo'yicha tushumlarga salbiy ta'sir ko'rsatishi mumkin.

Shu bilan birga, hamkor davlatlarda iqtisodiy o'sish prognozlarining oshirilishi mamlakatimiz eksport tovarlariga tashqi talabni kuchaytiradi.

Yuqoridagi omillar hisobiga jami eksport o'sishi 9-12 foizni, oltinsiz eksport o'sishi esa 11-13 foizni tashkil etishi prognoz qilinmoqda (1.1.3-rasm).

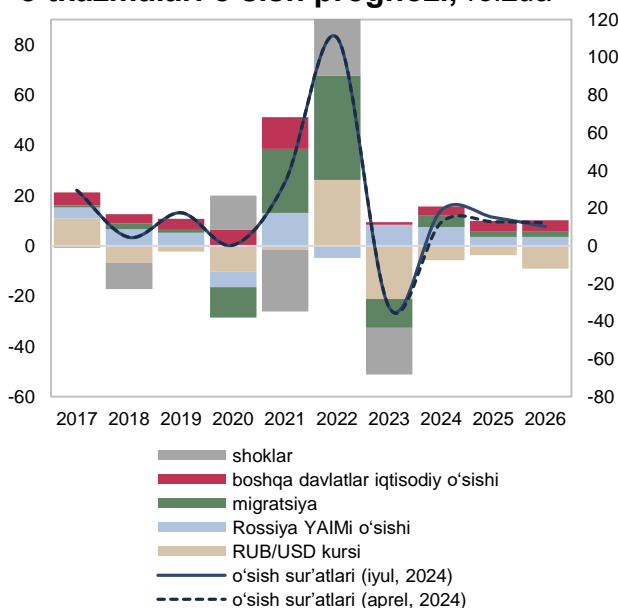
Global inflyatsiya darajasining pasayib borishi, tashqi vaziyatning birmuncha normallasuvi, Xitoyda ishlab chiqaruvchilar narxlari deflyatsiyasi hamda almashuv kursining nisbatan barqaror shakllanishi import narxlariga qo'shimcha bosimlar vujudga kelmasligi bo'yicha ehtimollarni oshirmoqda.

Joriy tendensiyalarni hisobga olgan holda import o'sishi avvalgi prognozlar darajasida yil yakuni bo'yicha 10-12 foiz darajasida shakllanishi kutilmoqda (1.1.4-rasm).

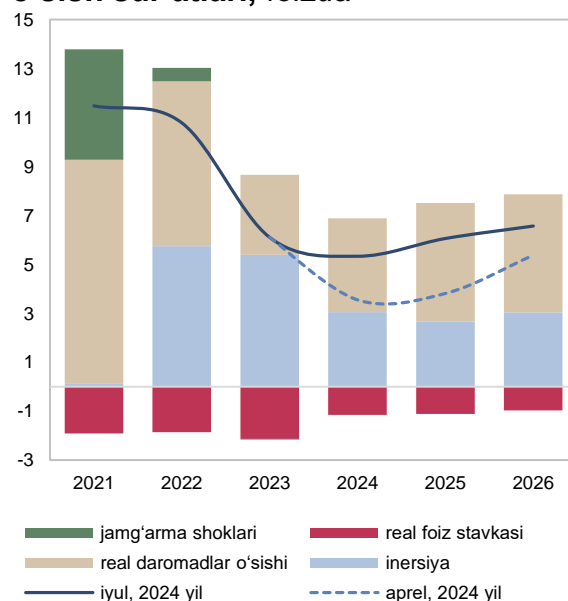
Fiskal konsolidatsiya va kredit o'sishining muvozanatlashuvi sharoitida importga bo'lgan bosim kamayishi mumkin.

Bunda, II yarim yillikda ham mehnat muhojirlarini qabul qiluvchi davlatlar almashuv kurslarining barqaror shakllanishi va ushbu davlatlarda yuqori iqtisodiy faollik natijasida mehnat resurslariga talabning ortib borishi, ish haqining o'sishi bo'yicha kutilmalar fonida pul o'tkazmalarini 2024-yil oxirigacha 20-25 foiz atrofida o'sishi prognoz qilinmoqda (1.1.5-rasm).

1.1.5-rasm. Transchegaraviy pul o'tkazmalari o'sish prognozi, foizda



1.1.6-rasm. Real shaxsiy iste'mol o'sish sur'atlari, foizda



Manba: Statagentlik, Markaziy bank hisob-kitoblari.

Energetika, neft va xizmatlar importida o‘shish sur‘atlari davom etsa, yuqori baza effekti tufayli mashina va uskunalar importi o‘shishi nisbatan barqarorlashishi kutilmoqda.

Aholi daromadlari o‘shishining muhim omillaridan bo‘lgan pul o‘tkazmalari I yarim yillikda o‘tgan yilga nisbatan 25,2 foizga o‘sib, aprel oyidagi prognozlardan sezilarli darajada yuqori shakllandi. Ushbu tendensiyalarni hisobga olib, avvalgi prognozlar oshish tomonga qayta ko‘rib chiqildi.

Shu bilan birga, inflyatsiyaning kutilayotgan dinamikasi va aholi daromadlarining oshishi bo‘yicha kutilmalarni hisobga olib, aholining real daromadlari o‘shishi aprel oyidagi prognozlarga nisbatan biroz yuqori bo‘lishi va mos ravishda shaxsiy iste‘mol xarajatlari ma‘lum darajada ko‘payishi kutilmoqda (*1.1.6-rasm*).

1.1.1-jadval. Asosiy makroiqtisodiy ko'rsatkichlar

(qavsdan aprel oyidagi prognozlar)

foizda

Ko'rsatkichlar	Amaldagi		Prognoz		
	2022	2023	2024	2025	2026
Inflyatsiya (yillik, yil yakuniga)	12,3	8,8	9 (9-11)	5-6 (5-6)	5 (5)
Inflyatsiya (o'rtacha yillik)	11,4	10	9-9,5 (9-11)	7-9 (7-9)	5-6 (5-6)
Bazaviy inflyatsiya (yillik, yil yakuniga)	13,8	8,5	6-7 (7-8)	5-6 (4,5-5,5)	4,5-5,5 (4,5-5,5)
Real YaIM o'sishi	5,7	6,0	5,7-6,2 (5,2-5,7)	5-6 (5-6)	5,5-6,5 (5,5-6,5)
Yakuniy iste'mol xarajatlari real o'sishi	9,2	5,1	5-6 (4-5)	4,5-5,5 (4,5-5,5)	5-6 (5-6)
- uy xo'jaliklari	11,4	6,1	5-6 (4-5)	5-6 (5-6)	5,5-6,5 (5-6)
- davlat	1,3	1,4	1,5-2 (1,5-2)	1-2 (1-2)	2-3 (2-3)
Fiskal taqchillik (YaIMga nisbatan)	4,1	5,5	4 (4)	3 (3)	3 (3)
Eksport o'sishi	18,4	23,8	9-12 (9-12)	8-10 (8-10)	8-10 (8-10)
<i>Eksport (oltinsiz) o'sishi</i>	21,6	4,2	11-13 (12-14)	10-12 (10-12)	12-14 (12-14)
Import o'sishi	20,3	24,0	10-12 (10-12)	9-10 (9-10)	8-10 (8-10)
Pul o'tkazmalari hajmi o'sishi	2,1 b.	-32,9	20-25 (8-10)	10-12 (11-13)	10-12 (10-12)
Kredit qo'yilmalari qoldig'i o'sishi	21,4	23,3	15-17 (15-17)	14-17 (14-17)	12-15 (12-15)

Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

1.2. Tashqi iqtisodiy sharoitlarning shakllanish istiqbollari

Yetakchi markaziy banklar tomonidan olib borilayotgan qat'iy pul-kredit siyosati natijasida global inflyatsiya bosqichma-bosqich pasayishda davom etishi bilan bir qatorda iqtisodiy o'sish ko'rsatkichlarida barqarorlik kuzatilmoqda.

Shu bilan birga, jahon miqyosida xizmatlar inflyatsiyasining yuqori saqlanib qolishi hamda geosiyosiy keskinliklar davom etishi foiz stavkalarini yumshatish kechiktirilishiga sabab bo'lmoqda.

Xalqaro Valyuta Jamg'armasining (XVJ) jahon iqtisodiy o'sishi bo'yicha iyul oyidagi prognozlari, avvalgisiga nisbatan deyarli o'zgarishsiz, 2024-yilda 3,2 foiz va 2025-yilda 3,3 foiz darajasida saqlab qolindi (1.2.1-rasm). Rivojlanayotgan iqtisodiyotlar uchun prognozlar 0,1 foiz bandga oshirilib, 2024-2025-yillarda birdek 4,3 foizdan o'sishi prognoz qilingan. Prognozlar, asosan Xitoyda joriy yil I chorakda eksport hajmi yuqori bo'lgani hisobiga yaxshilandi.

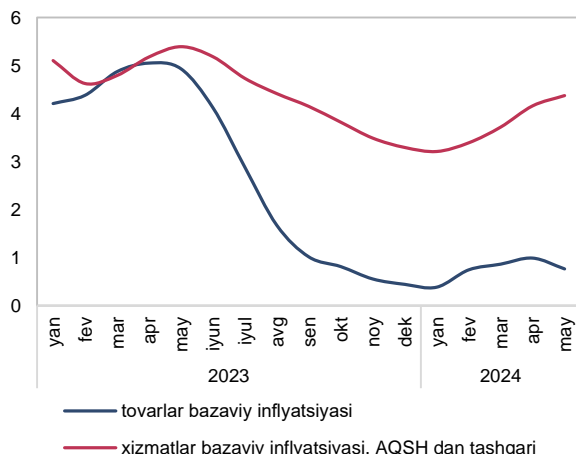
Jahonda, ayniqsa rivojlanayotgan mamlakatlarda, tovar va xizmatlar savdosi hajmi oshishda davom etib, 2024-yilda 4,2 foizga o'sishi kutilmoqda (o'tgan yilgi o'sishdan 2 barobar yuqori).

Xususan, yil boshida Xitoydan boshqa mamlakatlarga amalga oshirilgan savdo hajmi sezilarli oshishi va mintaqalardagi geoiqtisodiy vaziyat hisobiga jahon konteyner tashish indeksi yil boshiga nisbatan 2,2 barobarga oshdi.

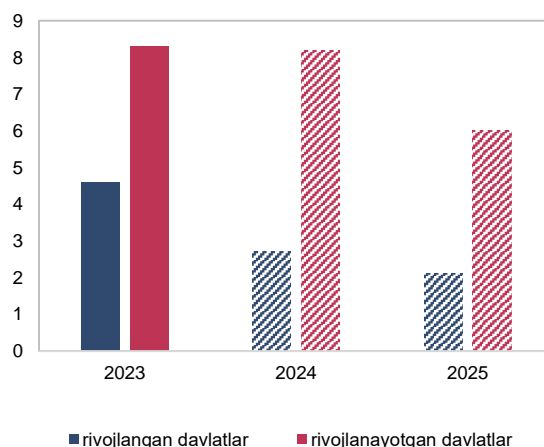
So'nggi ikki yilda foiz stavkalarining oshishi jahon iqtisodiyoti uchun yetarlicha qat'iylikni yaratmoqda.

Shu bilan birga, kelgusida inflyatsion jarayonlar shakllanishi bo'yicha yuqori noaniqliklar saqlanib qolmoqda. Bu esa, o'z navbatida, yetakchi markaziy banklar pul-kredit siyosatlarini yumshatishga ehtiyotkorlik bilan yondashishlariga olib kelmoqda. Ushbu noaniqliklar, birinchi navbatda, yuqori saqlanib qolayotgan xizmatlar inflyatsiyasi bilan ham izohlanmoqda.

XVJ prognozlariga ko'ra, global inflyatsiya sekinlashishda davom etadi (1.2.2-rasm). Xususan, rivojlangan mamlakatlarda sekinlashish sezilarli bo'lib, 2024-yilda 2,7 foiz va 2025-yilda 2,1 foizgacha pasayishi kutilmoqda. Rivojlanayotgan mamlakatlarda esa inflyatsiya pasayish sur'atlari biroz sekin kechadi.

1.2.1-rasm. Jahon inflyatsiyasi, yillik o'sish sur'ati,² foizda

1.2.2-rasm. Jahon inflyatsiyasi prognozi, yillik ko'rsatkich, foizda



Manba: Jahon iqtisodiy istiqboli, XVJ, Iyul, 2024

Kelgusida narxlarga bosim yaratishi mumkin bo'lgan xatarlar sifatida kuchli mehnat bozori va ish haqi o'sishini yuqori sur'atlarda davom etishi, global savdo to'siqlarining ko'payishi va mamlakatlar o'rtasidagi savdo oqimlarining zaiflashishi qayd etilgan. Natijada, xalqaro ta'minot zanjirlari bo'ylab import xarajatlari oshishi mumkin.

Inflyatsiyaning pasayishi fonida II chorakda global moliyaviy sharoitlar yumshay boshladi. Xususan, yirik rivojlangan iqtisodiyotlarning³ o'rtacha tortilgan foiz stavkasi 6 bazis punktga kamayib, yillik 4,7 foizni tashkil etdi. 2024-yilning ikkinchi yarmida yetakchi markaziy banklar tomonidan inflyatsiya pasayib borishi bilan foiz stavkalarini pasaytirish davom etishi kutilmoqda.

AQSHda foiz stavkasining navbatdagi ehtimoliy pasayishi joriy yilning yoz faslidan kuz oylariga ko'chirildi. Iyunda Yevropa Markaziy banki foiz stavkalarini yillik 4 foizdan 3,75 foizgacha pasaytirdi.

FZTning yumshatish signali hamda YMB tomonidan foiz stavka pasaytirilishi fonida tashqi bozorlarda moliyalashtirish xarajatlarini ko'rsatuvchi SOFR va EURIBOR 3 oylik forvard stavkalari pasaya boshladi.

Shu bilan birga, iyul oyidan yetakchi mamlakatlarning 10 yillik suveren obligatsiyalari bo'yicha daromadlilikning pasayishi kuzatildi. Bu, o'z navbatida, global moliyaviy sharoitlar yumshay boshlaganidan dalolat beradi.

Xitoyda sanoat ishlab chiqarishi va eksport hajmlarini tiklanishi bilan bir qatorda import o'sishining sekinlashuvi, ichki talab zaifligiga ishora

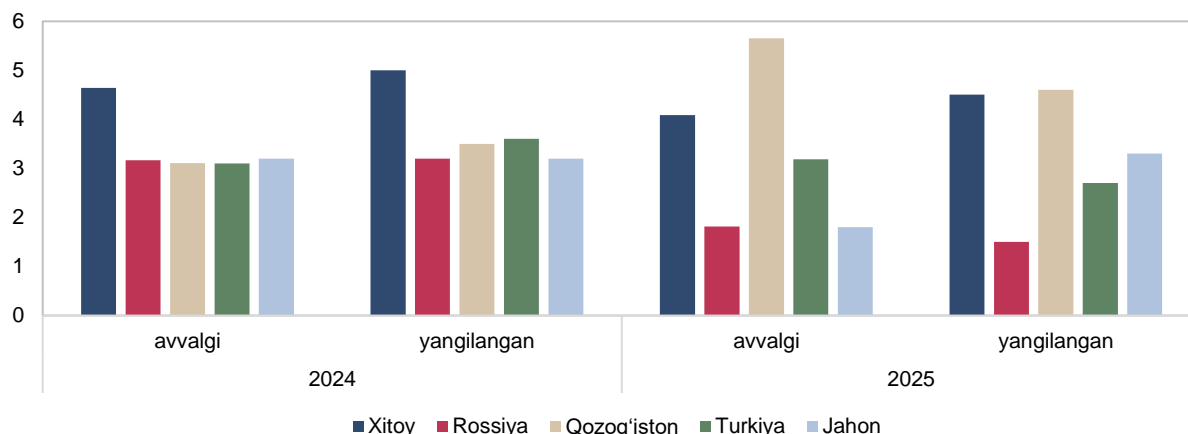
² 3 oylik o'rtacha inflyatsiya ko'rinishida

³ XVJ tomonidan katta yettilik davlatlari klassifikatsiyasi.

bermoqda. Ichki talabni qo'llab-quvvatlash maqsadida Xitoy markaziy banki iyul oyida foiz stavkalarini 10 bazis punktga pasaytirishi orqali pul-kredit siyosatini yumshatdi⁴. Bu o'z navbatida, yil yakuniga 5 foizlik iqtisodiy o'sishga erishish uchun xizmat qilishi kutilmoqda.

Rossiyada ishbilarmonlik faolligining yuqori o'sishi davom etmoqda. Sanoatning ishlab chiqarish tarmoqlari, shuningdek, qurilish, ulgurji va chakana savdolar hajmlari jadal sur'atlarda o'sib bormoqda.

1.2.3-rasm. Jahon ishlab chiqarishining real o'sish prognozlari*, foizda



*Avvalgi – 2024-yil apreldagi prognoz, yangilangan – 2024-yil iyuldagi prognoz.

Manba: Jahon iqtisodiy istiqboli, XVJ, Iyul, 2024.

Shu bilan birga, tashqi savdo operatsiyalari bo'yicha hisob-kitob jarayonining murakkablashishi hamda savdo cheklovlarining kuchayishi fonida iyun oyida importning pasayishi kuzatildi. Rossiyada real YaIM o'sishi prognozi joriy yilda 3,2 foiz darajasida saqlanib, 2025-yil uchun 1,5 foizgacha pasaytirildi.

Qozog'iston iqtisodiyotining yillik o'sishi joriy yilning birinchi yarmi yakunlariga ko'ra, 3,3 foizgacha tezlashdi. XVJ 2024-yil uchun iqtisodiy o'sish prognozlari pul-kredit sharoitlarini yumshatilishi va iste'molchilar talabiga fiskal rag'batlantirishning ta'sirini hisobga olgan holda yillik 3,5 foizgacha oshirdi. Shu bilan birga, Qozog'iston tashqi savdosida importning pasayishi qayd etilib, bu ichki talab zaifligi bilan izohlanmoqda.

Joriy yilda **Turkiyaning** iqtisodiy o'sishi prognozi avvalgisiga nisbatan oshirildi (1.2.3-rasm). Bunga, sanoat ishlab chiqarishi va xizmat ko'rsatish sohalaridagi o'sish asosiy omillardan etib belgilandi. Pul-kredit sharoitlarining qat'iylashishiga qaramasdan ushbu sohalaridagi faollik inflyatsiya darajasining haddan tashqari yuqoriligi fonida yuz bermoqda.

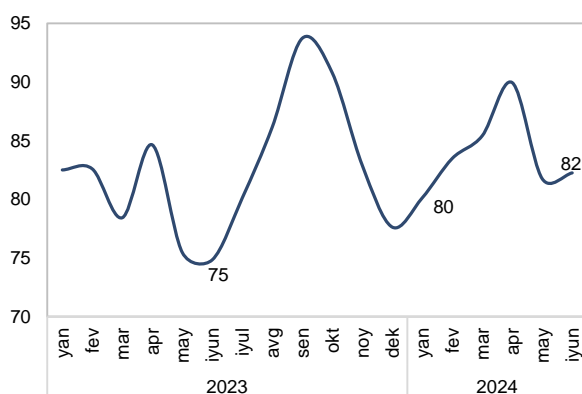
⁴ 1 yillik asosiy kredit stavkasi 3,45% dan 3,35% gacha, ipoteka kreditlari narxiga ta'sir qiluvchi 5 yillik foiz stavkasi esa 3,85% dan 3,75% gacha pasaytirildi. Manba: Xitoy markaziy banki.

Kelajakda, qat'iy pul-kredit siyosati ta'sirlarining namoyon bo'lishi oqibatida iqtisodiy o'sishning mo'tadil pasayishi kutilmoqda.

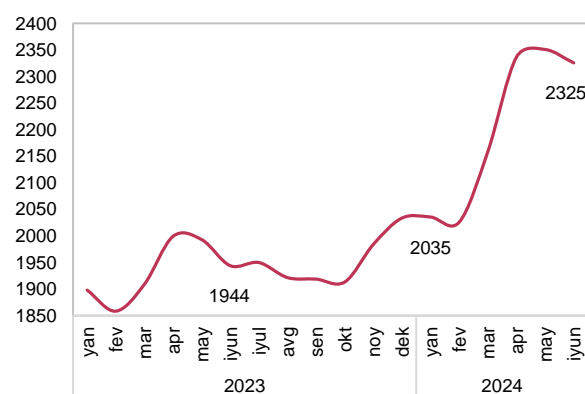
AQSH energetika axborot ma'muriyati prognozlariga ko'ra, yilning ikkinchi yarmida neft narxi OPEKning iyun oyidagi ishlab chiqarishni qisman kamaytirish to'g'risidagi qarori va jahon bozorida neft taklifining kamayishi fonida bir barrel uchun 89 dollargacha ko'tariladi (1.2.4-rasm).

Oltin narxi turli omillar, jumladan, geosiyosiy xavflarning ortishi, FZTning stavkani pasaytirishi bo'yicha kutilmalar va markaziy banklar tomonidan talabning ortishi ta'sirida o'sishda davom etmoqda.

1.2.4-rasm. Brent markali neft narxi, AQSH dollari / barrel



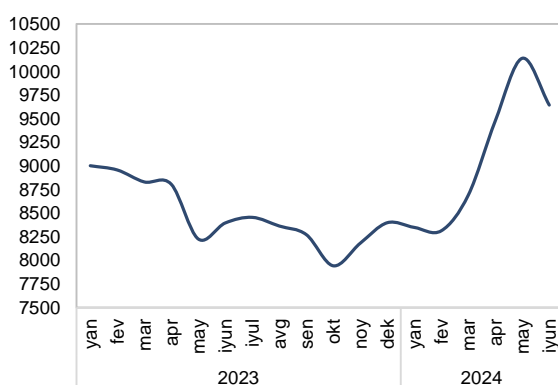
1.2.5-rasm. Oltin narxi, AQSH dollari / troy unsiyasi



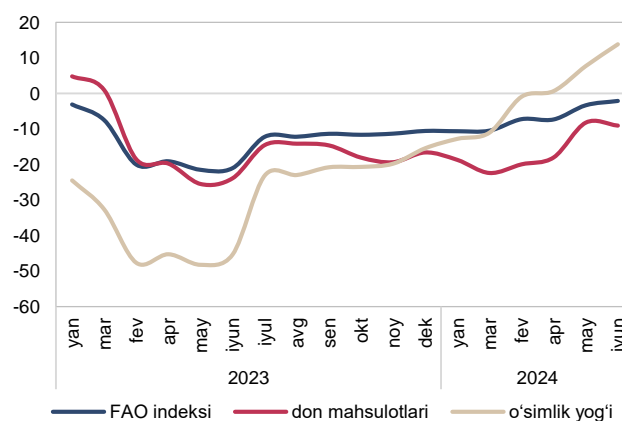
Manba: [statista.com](https://www.statista.com).

Manba: www.lbma.org.

1.2.6-rasm. Mis narxi, AQSH dollari / tonna



1.2.7-rasm. FAO narxlar indeksi dinamikasi, foizda



Manba: markets.businessinsider.com.

Manba: BMTning Oziq-ovqat va qishloq xo'jaligi tashkiloti (fao.org)ye4.

Mis narxi ko'p jihatdan talab va taklif omillariga bog'liq. Hozirda jahon ko'chmas mulk va qurilish sektorida jami misning qariyb 30 foizini iste'mol qiluvchi Xitoy ushbu omillarga sezilarli ta'sir ko'rsatmoqda. Shu sababli, Xitoyning qurilish sohasi va ko'chmas mulk bozori tiklanishi darajasi kelgusi choraklarda misning qiymatini hal qiluvchi omil bo'lib qoladi.

FAO indeksi dinamikasiga ko'ra jahon oziq-ovqat narxlari 2023-yilgi sezilarli pasayishdan so'ng 2024-yilda yillik o'sishi tiklandi (1.2.7-rasm). Bunda, don va o'simlik yog'lari narxlari o'sishi asosiy oshiruvchi omillardan bo'lib qolmoqda.

AQSH qishloq xo'jaligi vazirligining iyul oyidagi hisobotiga ko'ra⁵, 2024-2025-yilgi mavsumda dunyoda moyli ekinlar hosili, xususan, kungaboqar hosildorligining pasayishi tufayli biroz qisqargan. Ushbu qisqarishga Rossiya va Ukrainada mavsum boshida kuzatilgan issiq va quruq ob-havo natijasida hosildorlik kutilmalari yomonlashishi sabab bo'ldi.

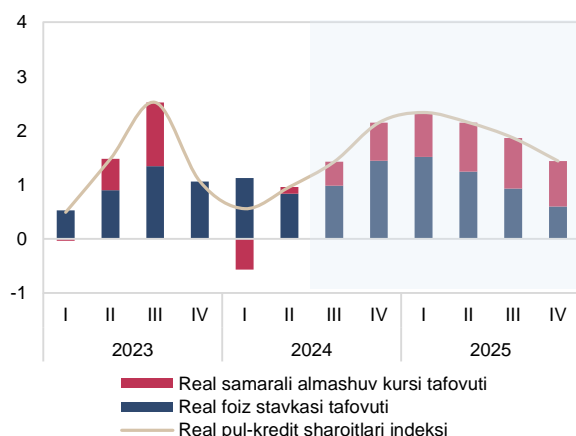
⁵ Jahon qishloq xo'jaligiga talab va taklif o'lchovlari hisoboti, AQSH Qishloq xo'jaligi departamenti, iyul 2024.

1.3. Pul-kredit sharoitlari va pul-kredit siyosati istiqboli

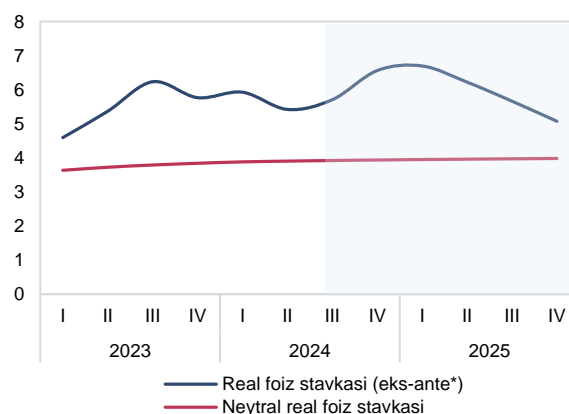
Markaziy bank iqtisodiyotda nisbatan qat'iy pul-kredit sharoitlarini inflyatsiya darajasi o'zining 5 foizlik targetigacha pasayib, keskin o'sishi bo'yicha xatarlar bartaraf etilguncha saqlab qoladi.

Xususan, iqtisodiyotda ijobiy real foiz stavkalarini ta'minlash orqali real pul-kredit sharoitlari indeksi qiymatining inflyatsiyani pasaytirish uchun yetarli darajada shakllanishini ta'minlash choralari ko'riladi (1.3.1-rasm).

1.3.1-rasm. Real pul-kredit sharoitlari indeksi



1.3.2-rasm. Real foiz stavkasi, yillik foizda



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

*Joriy davrdan 6 oy keyingi ratsional inflyatsion kutilmalar asosida hisoblangan.

So'nggi choraklarda umumiy inflyatsiya darajasining yillik 8 foizgacha pasayib borishiga qaramasdan asosiy stavka 14 foiz darajasida o'zgarishsiz saqlab kelinayotgan edi. Bunga asosiy sabab sifatida tartibga solinadigan narxlarning erkinlashtirilishi bo'yicha kutilmalar bo'lgan.

Qat'iy pul-kredit sharoitlarining ta'minlanishi va tariflar oshirilishi ta'sirida umumiy inflyatsiyaning o'sishi kutilganidan pastroq bo'lib, bu iqtisodiyot subyektlari inflyatsion kutilmalarining birmuncha muvozanatli shakllanishida o'z aksini topdi.

Asosiy stavkaning iyul oyida 0,5 foiz bandga pasaytirilishi inflyatsiyaning pasayib borishiga bo'lgan ishonch va oldingi oylarda yuqori saqlab kelingan asosiy stavka darajasining normallasuvi hisoblanib, pul-kredit sharoitlari qat'iylik darajasiga sezilarli ta'sir ko'rsatmaydi.

O'rta muddatli makroiqtisodiy rivojlanishning yangilangan prognozi iqtisodiyotda narxlar barqarorligini ta'minlash va inflyatsiyani 5 foizgacha pasaytirish maqsadida 2025-yilning II yarmiga qadar pul-kredit sharoitlarini nisbatan qat'iy darajada saqlab qolinishi zarurligini taqozo etmoqda (1.3.2-rasm).

Bunda, asosiy stavkani inflyatsiyaning pasayishiga mos ravishda pasaytirishda ehtiyotkorona yondashuv saqlab qolinadi va inflyatsiyaning barqaror pasayib borishi bo'yicha ishonchning ortishi pasaytirish bo'yicha qaror qabul qilish uchun asos bo'ladi. Tashqi iqtisodiy jarayonlarning murakkabligi asosiy stavkaning kelgusi ehtimoliy dinamikasi bo'yicha bir to'xtamga kelishni qiyinlashtirib, inflyatsiyani oshirishi mumkin bo'lgan ichki va tashqi omillarni chuqur o'rganishni talab qilmoqda.

Iqtisodiyotda inflyatsion jarayonlar bilan bog'liq tub burilish yuzaga kelgan va xatarlar ortib boradigan sharoitda Markaziy bank nafaqat asosiy stavkani o'zgarishsiz saqlab qolish, balki uni oshirish tomonga ko'rib chiqish imkoniyatlarini ham inkor etmaydi.

Real pul-kredit sharoitlarini ifodalovchi ikkinchi ko'rsatkich real samarali almashuv kursi (RSAK) bo'lib, valyuta oqimlari bo'yicha joriy ijobiy tendensiyalarning saqlanib qolishi sharoitida RSAKning ma'lum darajada mustahkamlanib borishi va pul-kredit sharoitlarini qat'iylashtiruvchi ta'sirga ega bo'lishi prognoz qilinmoqda.

Umuman olganda, iqtisodiyotda nisbatan qat'iy pul-kredit sharoitlarining o'rta muddatli istiqbolda ham ta'minlanishi iste'mol talabini jilovlashi va milliy valyutadagi depozitlar jozibadorligini oshirishi orqali inflyatsiyaning prognozlar doirasida shakllanishi va targetgacha pasayishi uchun zarur shart-sharoitlarni yaratadi.

Asosiy stavkaning joriy pasaytirilishi ma'lum muddat kechikish bilan (*odatda, 2-4 chorak*) iqtisodiyotdagi boshqa foiz stavkalariga ham pasaytiruvchi ta'sir ko'rsatadi. Bunda, inflyatsiya darajasining pasayib borishi bilan real foiz stavkalariga sezilarli ta'sir ko'rsatmagan holda nominal foiz stavkalarining kelgusida pasayishi ham kreditlar va depozitlar foiz stavkalarida kelgusi yillarda barqaror pasayuvchi dinamika kuzatilishiga olib keladi.

Kelgusi choraklarda ham bank tizimi umumiy likvidligida tarkibiy profitsitning saqlanib qolishi, pul bozori faolligining ortib borishi va unda REPO bozori ulushining oshishi, depozitlarda yuqori o'sish sur'atlarining saqlanib qolishi va kreditlash jarayonlarining muvozanatlashib borishi kutilmoqda.

Mazkur kutilmalar, nisbatan qat'iy pul-kredit sharoitlarining samarasi bo'lib, iqtisodiyotda yalpi iste'mol talabining muvozanatli shakllanishini ta'minlash orqali inflyatsiyaga monetar omillar ta'sirini pasaytirib borishga xizmat qiladi.

1.4. Inflyatsiya prognozi va inflyatsion kutilmalar

2024-yilning yangilangan makroiqtisodiy prognozlariga ko'ra, iqtisodiyotdagi talab omillari barqarorlashuvi va inflyatsion bosimlar kamayishi davom etishi bilan yil yakunida inflyatsiya darajasi dastlabki prognozlarning quyi chegarasiga yaqin shakllanishi kutilmoqda.

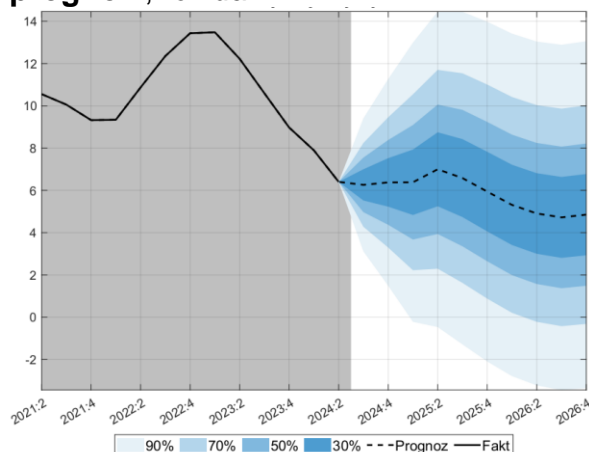
Joriy yil yakunida bazaviy inflyatsiya 6-7 foiz, umumiy inflyatsiya esa 9 foiz atrofida bo'lishi prognoz qilinmoqda. Prognozning pasayishiga bazaviy inflyatsiyani avvalgi prognozdan pastroq baholanishi hamda mevasabzavotlar narxlarining pasayishi bo'yicha kutilmalar asosiy hissa qo'shdi.

Inflyatsiya prognozlarini pasayish tomonga qayta ko'rib chiqilgani kelgusi choraklarda iste'mol faolligining barqarorlashishi hisobiga talab inflyatsiyasining oshiruvchi bosimlari kamayishi, shuningdek, ichki va tashqi taklif omillarining yaxshilanishi fonida taklif xatarlari kamayishi kutilayotgani bilan izohlanadi.

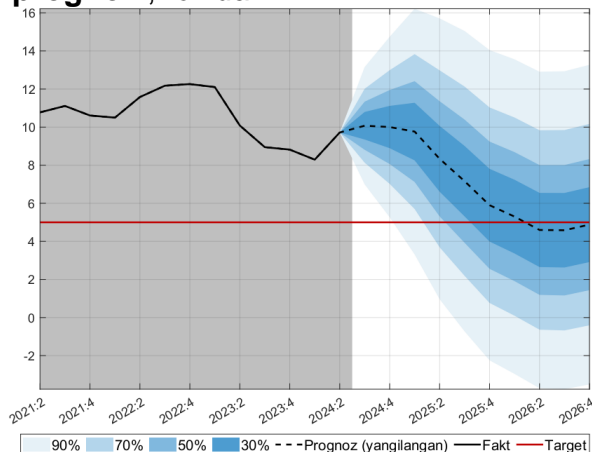
Jumladan, yil yakuniga qadar bazaviy inflyatsiyaning sekinlashishiga oziq-ovqatlar narxlar barqarorlashishi hamda tashqi sharoitlar nisbatan yaxshilanishi tufayli import inflyatsiyasining ta'siri kamayishi kutilmoqda.

Shu bilan birga, 2025-2026-yillar uchun bazaviy inflyatsiya prognozida sezilarli o'zgarish bo'lmadi. Real marjinal xarajatlar bazaviy inflyatsiyani pasaytiruvchi ta'sirga ega bo'lsa-da, apreldagi prognozdan biroz yuqori shakllanmoqda.

1.4.1-rasm. Bazaviy inflyatsiya prognozi, foizda

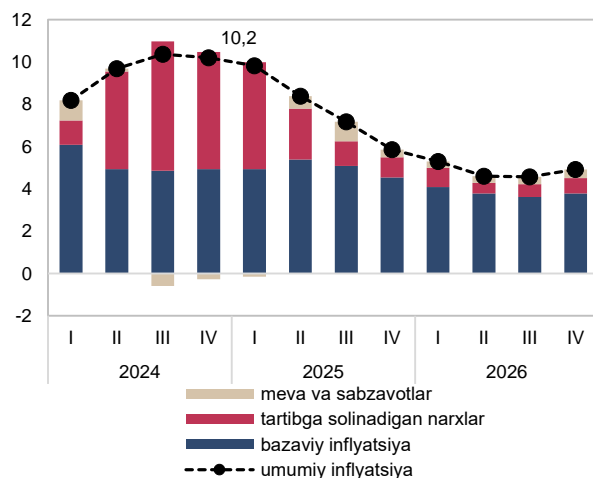


1.4.2-rasm. Umumiy inflyatsiya prognozi, foizda

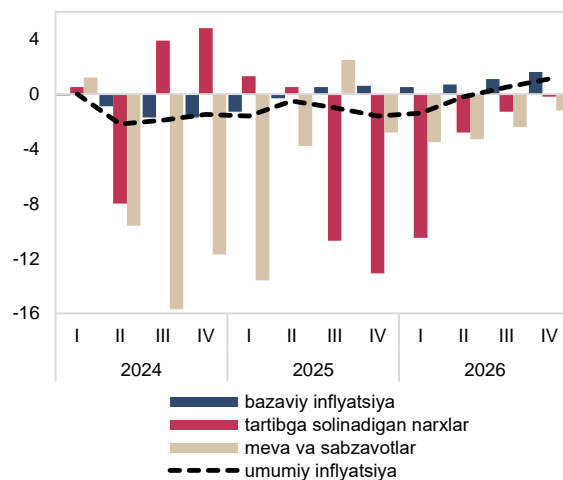


Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

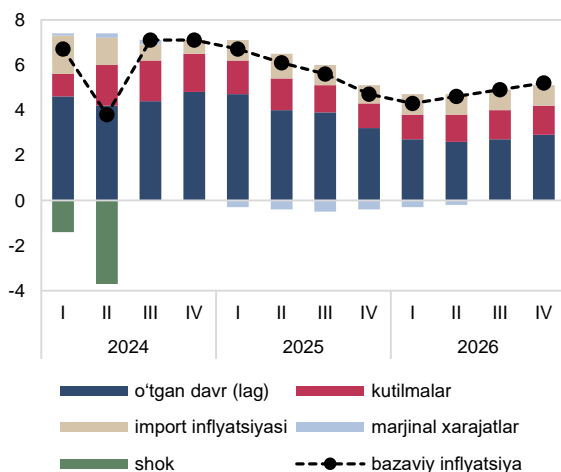
1.4.3-rasm. Umumiy inflyatsiya prognozi medianasi dekompozitsiyasi, foizda



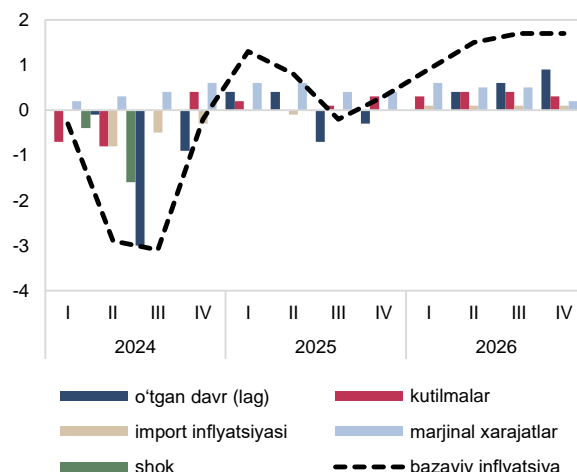
1.4.4-rasm. Apreldagi prognozlar bilan farqi, foizda



1.4.5-rasm. Bazaviy inflyatsiya prognozi medianasi dekompozitsiyasi, foizda



1.4.6-rasm. Apreldagi prognozlar bilan farqi, foizda



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Prognozlarga ko'ra, iqtisodiy o'sishning ijobiy tafovutining pasayish dinamikasi kelgusi choraklarda ham davom etib, yil yakuniga qadar neytral darajasiga qaytishi fonida iste'mol faolligining barqarorlashishi hamda yalpi talab tomonidan ichki narxlarga bosimning kamayib borishi kutilmoqda.

Joriy yilning II choragida kuzatilgan ish haqilarning real o'sish sur'atlari maqbullashishi kelgusida yalpi iste'mol faolligining taklif omillariga mos ravishda muvozanatlashishiga hamda narxlarga oshiruvchi bosimlarni kamayib borishiga sharoit yaratadi (1.4.7-rasm).

Energiya tariflarining erkinlashtirilganligi hisobiga uy xo'jaliklari iste'mol xarajatlarida tarkibiy o'zgarishlar bo'lishi kutilmoqda. Bunda, aholining ayrim xarajat yo'nalishlarida yalpi iste'mol xarajatlarining maqbullashishi energiya

narxlari oshirilishining ikkilamchi ta'sirlarini ma'lum darajada muvozanatlashtirishga xizmat qiladi.

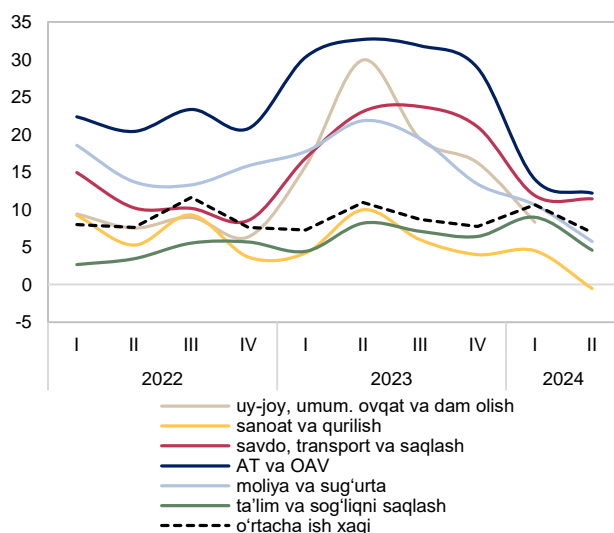
Ichki va tashqi sharoitlarning barqarorlashishi fonida taklif omillari yaxshilanmoqda. Birinchi yarim yillikda qayd etilgan oziq-ovqat tovarlari import narxlari pasayishi kelgusi choraklarda ham oziq-ovqat narxlarini barqarorlashishiga xizmat qiladi (1.4.8-rasm).

Shuningdek, 2024-yilning qish-bahor mavsumi avvalgi yilgidan qulayroq kelgani, may-iyun oylarida meva-sabzavotlar narxining sezilari pasayganida ham namoyon bo'ldi. Yil yakuniga qadar mavsumiy tebranishlarni hisobga olmaganda ushbu guruh narxlari ham umumiy inflyatsiyaga pasaytiruvchi ta'sirga ega bo'ladi.

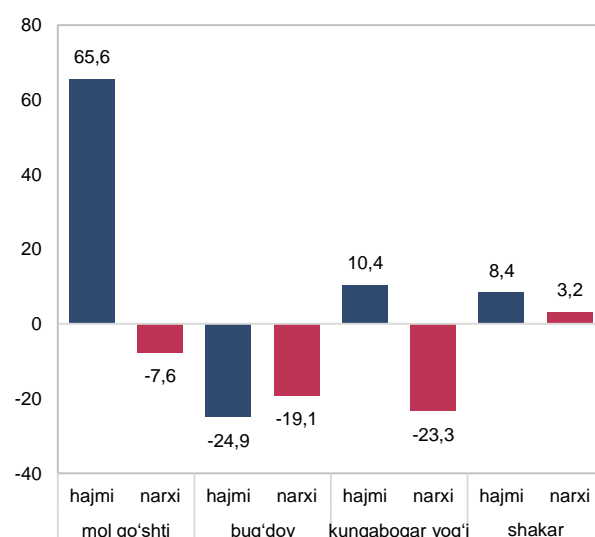
Tashqi taklif omillari bo'yicha ayrim xatarlar saqlanib qolmoqda. Xususan, jahon bozorida o'simlik yog'lari va go'sht narxining ko'tarilib borayotgani va mazkur tendensiyalar kelgusi choraklarda ham davom etishi bo'yicha kutilmalar mavjud.

Shu bilan birga, xizmatlar bazaviy inflyatsiyasida o'suvchi dinamika kuzatilgani va tartibga solinadigan narxlarning ikkilamchi ta'sirlari kechikib namoyon bo'lish ehtimoli saqlanib qolmoqda.

1.4.7-rasm. O'rtacha ish haqilarning real o'sishi dinamikasi, foizda



1.4.8-rasm. Asosiy turdagi oziq-ovqat tovarlari import hajmi va narxlari o'zgarishi, foizda



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

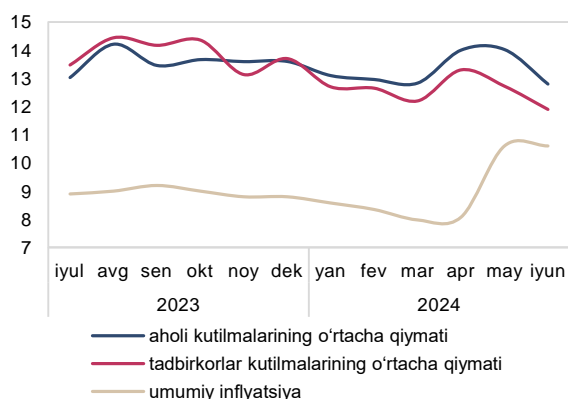
Inflyatsion kutilmalar dinamikasi

2024-yilning II choragida aholi va tadbirkorlarning inflyatsion kutilmalarida o'zgaruvchan tendensiyalar kuzatildi.

Bunda, aholining kelgusi 12 oy uchun inflyatsion kutilmalari energiya resurslarining yangi tariflari e'lon qilinishi bilan aprel oyida 14 foizgacha ko'tarilishidan so'ng, iyun oyiga kelib 12,8 foizgacha pasaydi. Tadbirkorlik subyektlarining inflyatsion kutilmalari esa aprel oyidagi 13,3 foizdan iyun oyida 11,9 foizgacha pasaydi (1.4.9-rasm).

Aholining kelgusida narxlar bo'yicha kutilmalari pasayishiga, asosan, oziq-ovqat tovarlari va meva-sabzavotlarning narxlari hamda so'mning almashuv kursi barqarorlashuvi asosiy ta'sir ko'rsatgan (1.4.10-rasm).

1.4.9-rasm. Kelgusi 12 oylik inflyatsion kutilmalar, foizda



1.4.10-rasm. Inflyatsion kutilmalarning omillari

respondentlarning ulushi, foizda

	2023						2024					
	iyul	avg	sen	okt	noy	dek	yan	fev	mar	apr	may	iyun
kommunal xizmatlarning qimmatlashishi	32	27	34	36	38	37	39	39	42	55	57	54
yoqilg'i va energiya narxining qimmatlashishi	36	43	45	49	43	47	49	54	50	47	49	47
valyuta kursining o'zgarishi	59	70	65	59	58	60	55	56	61	55	49	41
monopoliya va narxlarning sun'iy oshirilishi	31	33	32	31	31	31	32	30	35	29	30	28
transport xarajatlarining oshishi	21	22	23	29	26	29	29	33	29	28	28	28
ish haqi va nafaqalarning oshishi	32	36	30	24	38	33	32	28	29	23	24	26
asosiy oziq-ovqatlarning qimmatlashishi	24	23	26	25	24	24	24	22	26	25	22	21

Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

1.5. Makroiqtisodiy rivojlanishdagi noaniqliklar va xatarlar

Tashqi xatar va noaniqliklar

Jahon iqtisodiyotida xizmatlar inflyatsiyasining nisbatan yuqori saqlanib qolayotgani natijasida global inflyatsiya pasayishining sekinlashishi bo'yicha xatarlar mavjud bo'lib, yetakchi markaziy banklar tomonidan foiz stavkalarining uzoqroq muddat yuqori darajalarda saqlab qolinishiga sabab bo'lishi mumkin. Bu, o'z navbatida, tashqi qarz jalb qilishni qiyinlashtirishi va unga xizmat ko'rsatish xarajatlarining oshishi orqali fiskal va moliyaviy xatarlarni yuzaga keltirishi mumkin.

Geosiyosiy ziddiyatlarning davom etishi global savdo va yetkazib berish zanjirlarida muammolar yuzaga kelishi bo'yicha xatarlarni ham saqlanib qolishiga xizmat qilmoqda. Xususan, konteynerda tashish narxlarining oshishi⁶, import narxlariga bo'lgan bosimlar kelgusida ham saqlanib qolishiga bosim ko'rsatadi.

Yuqori noaniqliklar tufayli jahon xomashyo bozorlarida narxlar darajasining tez o'zgaruvchan dinamikada shakllanishi va asosiy savdo hamkorlardagi iqtisodiy faollikning ehtimoliy sekinlashishi mamlakat eksport tushumlariga salbiy ta'sir ko'rsatishi mumkin.

Ichki xatar va noaniqliklar

Iqtisodiyotda kuzatilayotgan yuqori investitsion faollikning va fiskal xarajatlar oshish sur'atining davom etishi kelgusida investitsion talabni hamda aholi daromadlarini oshirishi orqali narxlarga qo'shimcha bosim yaratishi mumkin.

Shu bilan birga, pul o'tkazmalari dinamikasidagi o'suvchi tendensiyalar ham aholining real daromadlari barqaror o'sishi bo'yicha kutilmalarni oshirmoqda. Daromadlarning oshib borishi iqtisodiy o'sishni rag'batlantiruvchi asosiy omillardan bo'lsada, bu faollik qo'shimcha iste'mol talabini oshirishi orqali inflyatsion bosimni kuchaytirishi mumkin.

Bugungi kunda xizmatlar bazaviy inflyatsiyasining tovarlar guruhiga nisbatan yuqori shakllanayotgani iqtisodiyotda inflyatsiyani oshiruvchi taklif omillari bilan bir qatorda, talab omillari ham to'liq jilovlanmaganligini ko'rsatmoqda. Bu, yuqoridagi omillar bilan birga, kelgusida umumiy

⁶ Drewry jahon konteyner tashuvi kompozit indeksi (Drewry World Container Index) joriy yil may-iyun oylarida 2 barobarga yuqorilab, bir konteyner uchun 2,7 ming AQSH dollaridan 5,8 ming AQSH dollarigacha oshdi.

inflyatsiyaning pasayuvchi dinamikasini ta‘minlashga qaratilgan choralarni kuchaytirishni taqozo etadi.

2024-yil 1-avgustdan avtomobillarga gaz to‘ldirish kompressor shoxobchalarida metan chakana narxi uchun belgilangan yuqori narx chegarasi (3750 so‘m) bo‘yicha cheklov muddatining tugashi kutilmoqda. Ushbu chegaraning oshirib qayta o‘rnatilishi yoki erkinlashtirilishi natijasida yuqori talab tufayli narxi oshishi kelgusida transport va yetkazib berish xarajatlariga sezilarli bosim yaratib, tashish xizmatlari narxlariga oshiruvchi ta‘sirga ega bo‘lishi mumkin.

Mazkur omil va xatarlarning inflyatsiyaga ta‘sirini kamaytirishda pul-kredit va fiskal siyosatlarini qat‘iy darajada yuritilishini ta‘minlash, shu bilan birga, tashqi savdoni erkinlashtirish va diversifikatsiyalash hamda qish-bahor mavsumi uchun zaxiralar yaratish muhim ahamiyat kasb etadi.

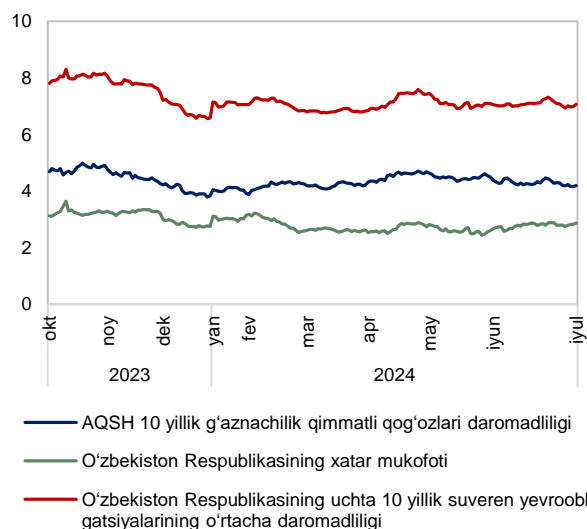
Suveren obligatsiyalar daromadliliği dinamikasi va ularga ta'sir etuvchi omillar

Dunyoda yuqori foiz stavkalari fonida mamlakatlar obligatsiyalari bo'yicha daromadlilik yuqori darajada shakllanmoqda. Bu esa global moliyaviy sharoitlarning qat'iyiligi davom etayotganidan dalolat beradi.

1-rasm. Rivojlanayotgan bozorlar obligatsiyalari o'zgaruvchanligi (EMBIV) ko'rsatkichi, foizda



2-rasm. AQSH g'aznachilik qimmatli qog'ozlari va O'zbekiston suveren yevroobligatsiyalari bo'yicha daromadlilik, risk mukofoti, foizda



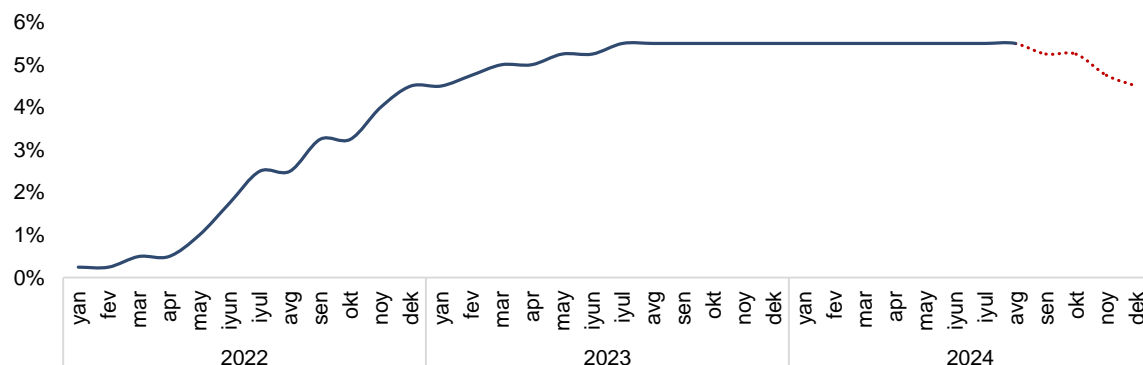
Manba: Bloomberg.com

Manba: investing.com, Bloomberg.com

JP Morganning EMBIV⁷ ko'rsatkichi ma'lumotlariga ko'ra (1-rasm), Yaqin Sharq mintaqasida geosiyosiy keskinlikning kuchayishi, shuningdek, FZT uzoq vaqt davomida foiz stavkalarini yuqori darajada o'zgarishsiz saqlab turishi hisobiga o'tgan yilning oktyabr oyidan rivojlanayotgan mamlakatlar obligatsiyalari daromadliliği bo'yicha tebranuvchanlik sezilarli oshdi. Ushbu indeks dinamikasi investorlar tomonidan rivojlanayotgan mamlakatlarda noaniqlik darajasi yuqori baholanayotganligini ko'rsatadi.

Yuqori shakllanayotgan xatar mukofotlari bilan bir qatorda foiz stavkalari yuqoriligi rivojlanayotgan davlatlar uchun tashqi qarz jalb qilishni qiyinlashtiradi.

3-rasm. FZT stavkasi va uning kutilayotgan darajalari



Manba: Moliya bozori ishtirokchilari kutilmalari

Yil boshidan O'zbekistonning 10 yillik suveren yevroobligatsiyalari⁸ bo'yicha daromadlilik (7 foiz) va mamlakat xatar mukofoti⁹ (2,9 foiz) o'zgarishsiz shakllanmoqda (2-rasm). Bu, nisbatan barqaror almashuv kursi va yetarli oltin-valyuta zaxiralari hisobiga investorlarning mamlakat makroiqtisodiy barqarorligiga bo'lgan ishonchidan dalolat beradi.

AQSH inflyatsiyasining so'nggi oylardagi sekinlashishi (2,6 foiz)¹⁰ hisobiga bozorlarda FZTning pul-kredit siyosatini yumshata boshlashi borasidagi optimistik qarashlar oshdi (3-rasm). Natijada, muomalada bo'lgan obligatsiyalar narxining oshishi va daromadliligining pasayishi kuzatilmoqda.

⁷ EMBIV (Emerging Market Bond Volatility) – EMBIV indeksiga kiritilgan rivojlanayotgan bozorlar obligatsiyalarining o'zgaruvchanligi ko'rsatkichi (O'zbekiston bu ro'yxatga kiritilmagan) bo'lib, obligatsiyalar daromadliligi o'zgarishi darajasini o'lchaydi va investorlarni ushbu mamlakatlar obligatsiyalari bilan bog'liq xatarlar to'g'risida xabardor qiladi.

⁸ Suveren yevroobligatsiyalar – bu davlat hukumati tomonidan chiqarilgan va emitent uchun chet el valyutasida bo'lgan obligatsiyalar bo'lib, xalqaro anderrayterlar sindikati yordamida xorijiy investorlar orasida joylashtiriladi. Bunday obligatsiyalar tashqi moliyalashtirish manbai hisoblanadi.

⁹ Xatar mukofoti O'zbekistonning 10 yillik suveren yevroobligatsiyalar daromadliligi va AQSH g'aznachiligining 10 yillik qimmatli qog'ozlari daromadliligi o'rtasidagi tafovut sifatida o'lchanadi. Mamlakatning xatar mukofotini belgilovchi omillarga: makroiqtisodiy ko'rsatkichlar, mamlakatning siyosiy boshqaruv tizimi, iqtisodiyotda korrupsiya darajasi, huquqiy tizim va geosiyosiy xatarlar kiradi.

¹⁰ AQSH shaxsiy iste'mol xarajatlari (PCE) deflyatori, 2024-yil may oyi ma'lumotlari. Manba: www.bea.gov

Yetakchi markaziy banklarning pul-kredit siyosati choralari farqlanishi va buning jahon iqtisodiyotiga ta'siri

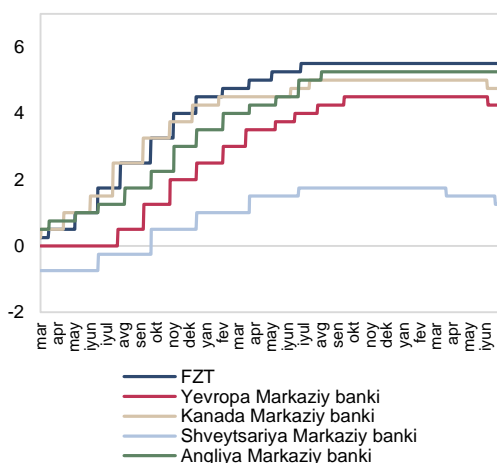
Jahon miqyosida pul-kredit sharoitlari shakllanishiga, asosan, rivojlangan davlatlar (AQSH, Yevropa Ittifoqi va boshqalar) pul-kredit sharoitlari ta'sir ko'rsatadi. O'z navbatida, global pul-kredit sharoitlari boshqa iqtisodiyotlarga bevosita va bilvosita ta'sir o'tkazadi. Ushbu ta'sir darajasi mamlakatning jahon iqtisodiyotiga integratsiyalashuvi ko'lami bilan bog'liq bo'ladi.

2022-yilda yetakchi xorijiy markaziy banklar tomonidan global inflyatsion jarayonlarning sezilarli tezlashishiga javoban pul-kredit sharoitlarini qat'iy lashtirish siyosati olib borildi va bu jarayon 2023-yil II yarmigacha davom etdi.

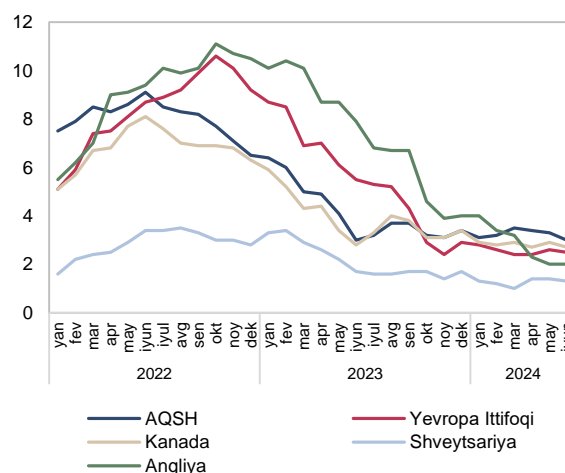
Hozirgi davrga kelib, ko'plab rivojlangan davlatlarda inflyatsiyaning pasayib borishi va ichki iqtisodiy sharoitlarning muvozanatlashuvi pul-kredit sharoitlarini yumshatish sikliga o'tish imkonini bermoqda.

Xususan, 2024-yilning I choragida yetakchi xorijiy markaziy banklar qat'iy pul-kredit sharoitlarini saqlab turgan bo'lsa, II chorak yakuniga kelib, ular pul-kredit sharoitlarini yumshatish tomonga qayta ko'rib chiqishni boshladi.

1-rasm. FZT va rivojlangan davlatlar asosiy stavkalari dinamikasi, foizda



2-rasm. Rivojlangan davlatlarda inflyatsiya dinamikasi, foizda



Manba: tradingeconomics.com

Jumladan, iyun oyida Yevropa Markaziy banki va Kanada Markaziy banki asosiy stavkalarini 0,25 foiz bandga pasaytirish bo'yicha qaror qabul qildi. Bundan avvalroq mart oyida Shveysariya markaziy banki asosiy stavkasini 0,25 foiz bandga va iyun oyida yana 0,25 foiz bandga pasaytirib, 1,25 foiz etib belgiladi (1-rasm).

Shu bilan birga, Federal Zaxira Tizimi (FZT) pul-kredit sharoitlarini yumshatishga shoshilmayapti. FZT buni iqtisodiyotda yalpi talabning faolligi hisobiga yuzaga kelayotgan yuqori iqtisodiy o'sish hamda inflyatsion jarayonlarning pasayuvchi trendga o'tishiga ishonch hosil qilish zarurligi bilan izohlagan.

Inflyatsiyani jilovlanishi va pasayib borishi bilan Yevropa Ittifoqi va boshqa rivojlangan davlatlarda iqtisodiy o'sish ko'rsatkichlari AQSHga nisbatan ancha past shakllanmoqda. Bu, o'z navbatida, ularda pul-kredit sharoitlarini yumshatish va shu orqali iqtisodiyotni qo'llab-quvvatlash imkoniyatini yaratmoqda.

AQSH va Yevropa davlatlarida foiz stavkalari bo'yicha qarorlarning farqlanishi ulardagi inflyatsion jarayonlarning xarakteriga ham bog'liq. AQSHda asosan talab inflyatsiyasi yuzaga kelgan bo'lsa, Yevropada energiya resurslari narxlar va taklif

omillari inflyatsiyaga bosim yaratgan. Bu, o'z navbatida, iqtisodiy faollik ko'rsatkichlarida ham o'z aksini topib, AQSHda Yevrohududga nisbatan sezilarli yuqori iqtisodiy o'sish sur'atlari kuzatilmoqda.

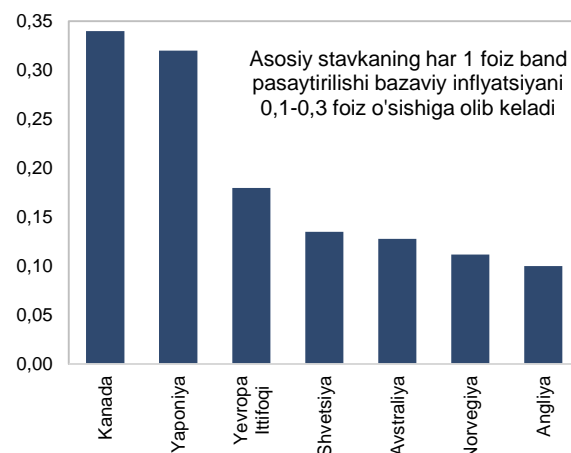
FZT qat'iy pul-kredit sharoitlarini saqlab qolayotgan vaziyatda boshqa rivojlangan davlatlar pul-kredit sharoitlari yumshatilishi natijasida asosiy stavkalar o'rtasidagi tafovut ortib borishi va uzoq davom etishi jahon moliya tizimi barqarorligiga salbiy ta'sir ko'rsatishi mumkin.

Foiz stavkalari tafovuti, birinchi navbatda, valyuta kursi kanali orqali iqtisodiyotga ta'sir ko'rsatib, AQSH dollarining boshqa valyutalarga nisbatan qadri oshishiga (*davlatlar valyutalarining qadrsizlanishiga*) olib keladi. Shu bilan birga, boshqa davlatlar valyuta kursining qadrsizlanishi, o'z navbatida, import narxlarining oshishi orqali ushbu mamlakatlarda inflyatsiyaga bosim yaratishi mumkin (3-4-rasmlar).

3-rasm. FZT va rivojlangan davlatlar asosiy stavkalari o'rtasidagi farqning valyuta kursiga ta'siri, foizda



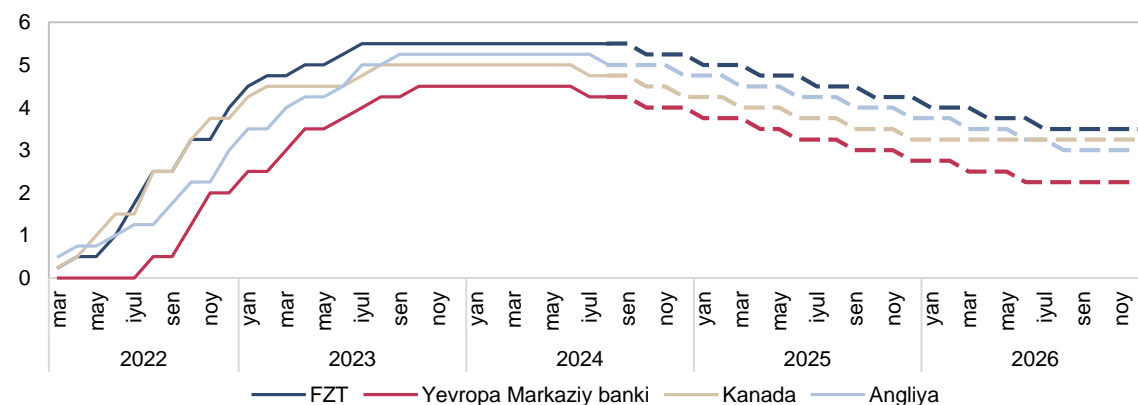
4-rasm. Rivojlangan davlatlar asosiy stavkalari pasaytirilishining bazaviy inflyatsiyaga ta'siri, foizda



Manba: Goldman Sachs hisob-kitoblari

Bundan tashqari, foiz stavkalaridagi sezilarli tafovut shakllanishi xorijiy investorlarni o'z kapitalarini yuqori foiz stavkali bozorlarga (*masalan, AQSHga*) olib chiqib ketishga undaydi. Dollar kursining oshishi sharoitida dunyoning ko'plab rivojlanayotgan davlatlarida jalb qilingan tashqi qarz mablag'lariga xizmat ko'rsatish bilan bog'liq muammolar yuzaga kelishi mumkin.

5-rasm. FZT va rivojlangan davlatlar asosiy stavkalari o'zgarishi prognozi, foizda



Manba: Goldman Sachs hisob-kitoblari

Joriy yil yakuniga qadar bozor ishtirokchilari tomonidan FZT 2 marotaba (*sentyabr, dekabr*), YEMB ham qo'shimcha 2 marotaba (*sentyabr, dekabr*) o'z foiz stavkalarini pasaytirishi kutilmoqda (*5-rasm*).

Qayd etish lozimki, dunyodagi geosiyosiy keskinlik, sun'iy intellekt imkoniyatlarining amaliyotda keng qo'llanilishi va davlatlar fiskal xarajatlarining (*ayniqsa mudofaa va yashil iqtisodiyotni rivojlantirishga*) ortishi fonida yetakchi markaziy banklar asosiy stavkalarini pandemiyadan oldingi darajagacha tushirish maqbul emas deb hisoblashmoqda va iqtisodiyotlardagi neytral foiz stavkalari darajasini oshganini ta'kidlamogda.

Yetakchi markaziy banklar tomonidan foiz stavkalarining pasaytirilishi jahon iqtisodiy o'sishini tezlashtiradi va qarz mablag'larini jalb qilish sharoitlarini osonlashtiradi.

Inflyatsion kutilmalar, sezilgan va joriy inflyatsiya orasidagi bog'liqlik tahlili

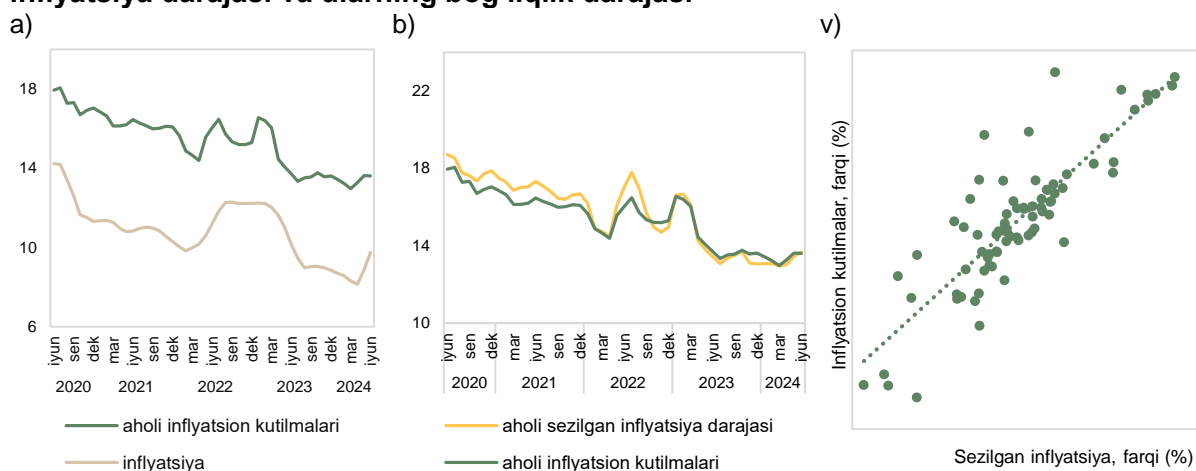
Inflyatsiya darajasi shakllanishida iqtisodiy subyektlarning inflyatsion kutilmalari asosiy omillardan biri hisoblanib, uy xo'jaliklarining iste'mol va jamg'arish, shuningdek, tadbirkorlarning narx siyosati, investitsiya va ish haqi bo'yicha qarorlar qabul qilishida muhim ahamiyatga ega.

Inflyatsion kutilmalarning ikki xil: **ratsional** (*forward-looking*) va **adaptiv** (*backward-looking*) turlari mavjud. Iqtisodiy subyektlar narxlar bo'yicha kutilmalarini mavjud barcha ma'lumotlardan foydalangan holda shakllantirsa kutilmalar ratsional hisoblanadi. Aksincha, kutilmalar asosan narxlarning o'tgan davrdagi o'zgarishi asosida shakllansa adaptiv kutilmalar deyiladi.

Xalqaro tajribaga ko'ra, iqtisodiyot subyektlari tomonidan sezilgan inflyatsiya darajasi, inflyatsion kutilmalar va inflyatsiya darajasi orasidagi bog'liqlikni aniqlash bo'yicha empirik tahlillar ushbu ko'rsatkichlar orasida ijobiy bog'liqlik mavjudligini ko'rsatgan hamda inflyatsion kutilmalarning inflyatsiya ko'rsatkichi va sezilgan inflyatsiya darajasi bilan bog'liqligi yuqori darajada bo'lishi kutilmalar adaptivligi bo'yicha xulosa qilishga asos bo'lgan.

Statistik tahlillar natijalari mamlakatimiz misolida ham aholi va tadbirkorlik subyektlarining narxlar o'zgarishi bo'yicha kutilmalari va umumiy inflyatsiya ko'rsatkichi orasida ijobiy bog'liqlik borligini ko'rsatmoqda (1-rasm).

1-rasm. Aholining inflyatsion kutilmalari, sezilgan inflyatsiya darajasi, umumiy inflyatsiya darajasi va ularning bog'liqlik darajasi

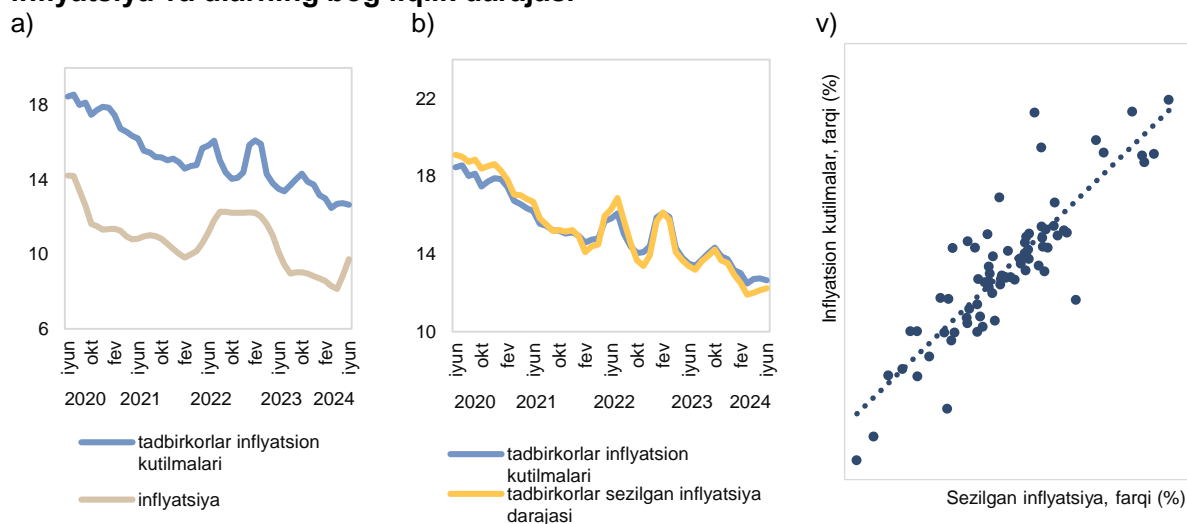


Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Hisob-kitoblarga ko'ra, aholi va tadbirkorlarning kelgusi 12 oylik inflyatsion kutilmalari hamda o'tgan 12 oyda sezilgan inflyatsiya darajalari o'rtasidagi korrelyatsiya koeffitsiyentlari, mos ravishda 0,86 va 0,87ga teng bo'ldi. Ushbu yuqori bog'liqlik, O'zbekistonda uy xo'jaliklari hamda tadbirkorlik subyektlarining kelgusida narxlar bo'yicha kutilmalari adaptiv ekanligini anglatadi. Ya'ni, aholi hamda biznes subyektlari kelgusida narxlar o'zgarishi bo'yicha kutilmalarini shakllantirishda joriy narxlar darajasiga asosanayotganini ko'rsatadi.

Xususan, mamlakatimizda inflyatsion kutilmalar umumiy inflyatsiya darajasi yoki uning maqsadli ko'rsatkichlaridan sezilarli darajada yuqori shakllanishini ham kutilmalarning adaptivligi bilan izohlash mumkin.

2-rasm. Tadbirkorlarning inflyatsion kutilmalari, sezilgan inflyatsiya darajasi, umumiy inflyatsiya va ularning bog'liqlik darajasi



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Ta'kidlash joizki, inflyatsiyaning maqsadli (*target*) ko'rsatkichiga erishishda markaziy banklar tomonidan iqtisodiy subyektlarning inflyatsion kutilmalarini jilovlash muhim ahamiyat kasb etadi. Bunda, kutilmalarni jilovlash deganda Markaziy banklar inflyatsiya prognozlari, kelgusida kutilayotgan inflyatsion xatarlar va ularning ta'sirini bartaraf etish yuzasidan pul-kredit siyosati choralari to'g'risida batafsil ma'lumot berish orqali kutilmalar shakllanishiga ta'sir ko'rsatishi tushuniladi. Ushbu ta'sir samarali bo'lishida kutilmalar yuqorida qayd etilgan ma'lumotlarni hisobga olgan holda ratsional shakllanishi talab etiladi.

Aholi va tadbirkorlik subyektlarining inflyatsion kutilmalarini jilovlashda, Markaziy bank hamda hukumat tomonidan iqtisodiyotda narxlar barqarorligini ta'minlash yuzasidan chora-tadbirlar izchil amalga oshirilishi, shaffoflashishi va qarorlar o'rtamuddatli istiqbolga qaratilishi hamda ular bo'yicha tegishli ma'lumotlarning o'z vaqtida bozor ishtirokchilariga yetkazib borilishi aholi hamda tadbirkorlarda ratsional kutilmalar shakllanishiga turtki beradi.

II. JORIY MAKROIQTISODIY SHAROITLAR

2.1. Ichki iqtisodiy faollik va yalpi talab omillari

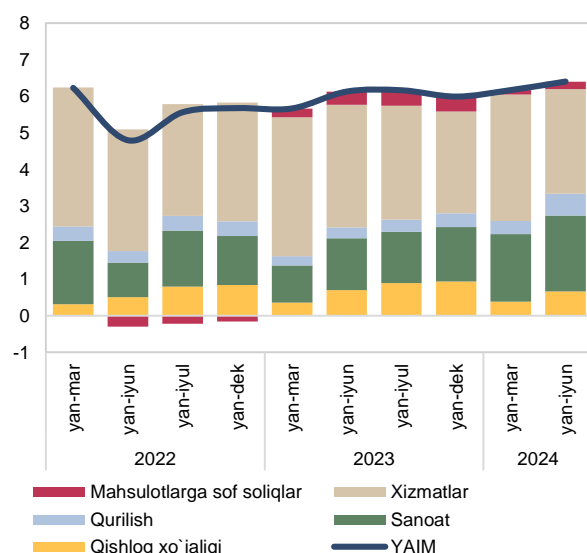
2024-yilning I yarim yilligi yakunlariga ko'ra, iqtisodiy o'sish sur'atlari tezlashib, asosan, ishlab chiqarish va investitsiya faolligi hisobiga qo'llab-quvvatlandi. Pul o'tkazmalari hajmining sezilarli oshishi uy xo'jaliklari daromadlarining oshishiga va barqaror iste'mol talabini shakllanishiga xizmat qildi.

Shu bilan birga, ushbu davrda byudjet daromadlari tushumi o'sish sur'atining tezlashishi va davlat xarajatlari o'sishining sekinlashishi kuzatildi. Tashqi savdo dinamikasining muvozanatlashuvi davom etib, valyuta kursiga ijobiy ta'sir ko'rsatdi.

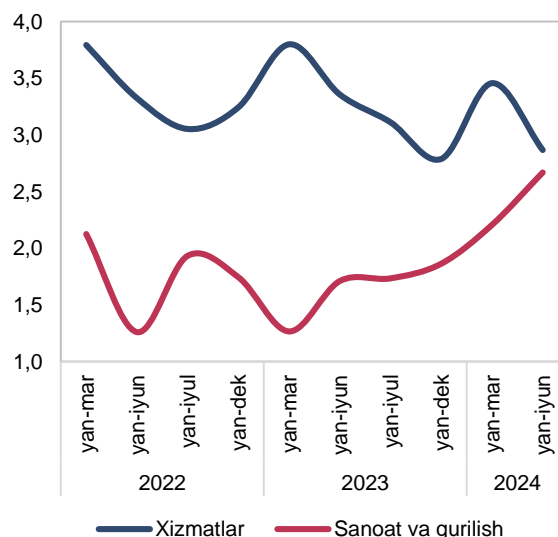
Iqtisodiy o'sish. 2024-yilning II choragida iqtisodiyotning jadallashuvi davom etib, birinchi yarim yillikda yalpi ichki mahsulotning real o'sishi o'tgan yilning mos davriga nisbatan 6,4 foizni tashkil etdi (2.1.1-rasm).

Taklif tomonidan o'sishning asosiy omillari sifatida sanoat, qurilish va xizmatlar sohasi bo'ldi. Bunda, so'nggi yillarda kuzatilgan xizmatlar sohasining salmoqli hissasi sanoat va qurilishdagi yuqori o'sish fonida bosqichma-bosqich kamaya boshlagan (2.1.2-rasm).

2.1.1-rasm. Ishlab chiqarish usuli bo'yicha YalM o'sishi dekompozitsiyasi, f.b.



2.1.2-rasm. YalM o'sishiga ayrim komponentlarining qo'shgan hissasi, f.b.



Manba: Statistika agentligi

Birinchi yarim yillik yakuniga ko'ra, sanoat va qurilish tarmoqlari o'sishi o'tgan yilning mos davriga nisbatan tezlashib, yalpi ichki mahsulot o'sishidan sezilarli darajada yuqori bo'ldi. Xususan, real o'sish darajasi qurilishda

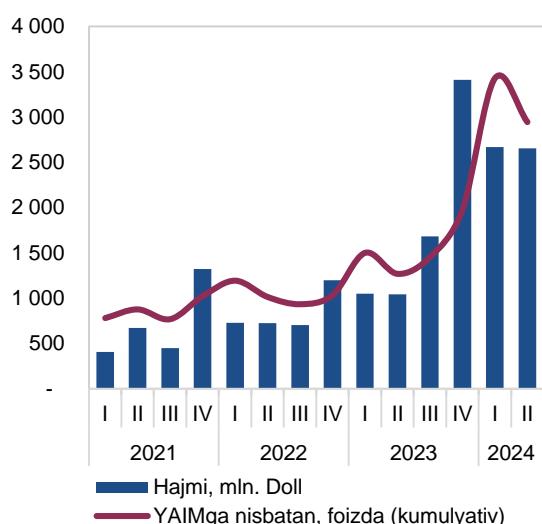
10,1 foizni, sanoatda esa 7,8 foizni tashkil etdi. Bunga avtomobilsozlik, to'qimachilik va metallurgiya sanoati katta hissa qo'shdi.

Yalpi talabni qo'llab-quvvatlovchi investitsion faollik, asosan, to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar va kafolatlanmagan xorijiy kreditlar hisobidan davom etmoqda (*real o'sish* – 66,3 foiz). Investitsiyalarning asosiy qismi ishlab chiqarish sanoatiga yo'naltirilmoqda. Shu bilan birga, joriy davrda tog'-kon sanoatiga investitsiyalar ham sezilarli oshdi (2.1.3-rasm).

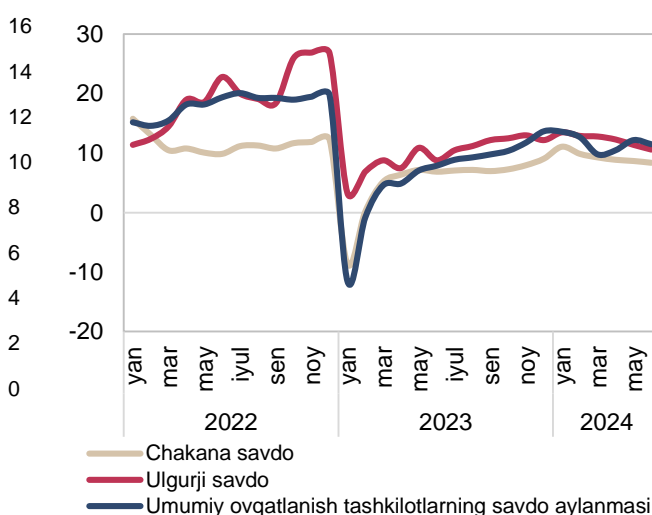
Qurilishning yuqori o'sish sur'atlariga qaramasdan, ushbu sohaga investitsiyalar, jumladan, uy-joy qurilishiga yo'naltirilgan mablag'lar ulushi biroz kamaydi. Bundan tashqari, ushbu sektorda ish haqining o'sishi sekinlashib, mamlakatdagi o'rtacha ish haqi o'sish sur'atlaridan pastroq shakllandi.

Iste'mol faolligi barqaror ravishda yuqoriligicha qolmoqda. Chakana savdo tovar aylanmasi (8,4 foiz), umumiy ovqatlanish (11,4 foiz) va turizm xizmatlari importi (61,9 foiz) yuqori o'sishda davom etmoqda (2.1.4-rasm). Pul o'tkazmalari dinamikasi va fiskal rag'batlantirishlar kelgusida iste'mol faolligini qo'llab-quvvatlovchi omillardan bo'lishi mumkin.

2.1.3-rasm. To'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar dinamikasi



2.1.4-rasm. Savdo va umumiy ovqatlanish korxonalarini tovar aylanmasi, real o'sish, foizda



Manba: Statistika agentligi ma'lumotlari asosida MB hisob-kitoblari

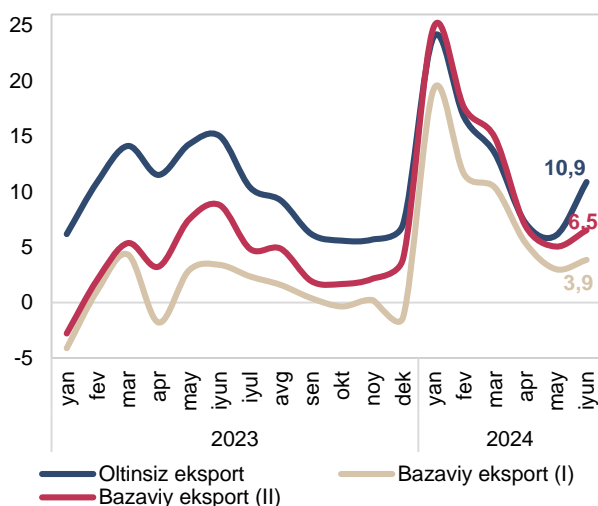
Birinchi yarim yillikda jami eksport hajmining o'sish sur'ati yillik 5,5 foizni, oltin eksportini hisobga olmaganda 10,9 foizni tashkil etdi. Bazaviy eksport asosiy savdo hamkorlarda yuqori o'sish sur'atlari, qulay global narxlar sharoiti (*uran va mis*) va xizmatlarga (*turizm va axborot texnologiyalari*) bo'lgan talab bilan qo'llab-quvvatlanmoqda. Ayrim toifadagi tovarlar, xususan, to'qimachilik mahsulotlari, rangli metallar (*rux*), qora

metallar, mashina va uskunalar komponentlarida pasayish kuzatilmoqda (2.1.5-rasm).

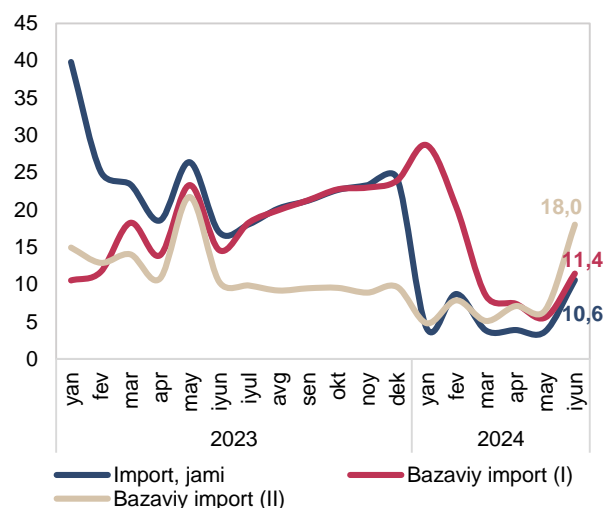
Iyun oyida import hajmi o'sishi dinamikasi tezlashib, I yarim yillikda 10,6 foizni tashkil etdi. Energiya resurslari va xizmatlar importi umumiy o'sish sur'atlariga salmoqli hissa qo'shdi (2.1.6-rasm).

Joriy yilning yanvar-iyun oylarida pul o'tkazmalarining umumiy oqimi 6,5 mlrd. dollarni tashkil etib, o'tgan yilning mos davriga nisbatan 25 foizga oshdi. Pul o'tkazmalarining sezilarli o'sishini chet eldagi mehnat muxojirlari uchun an'anaviy bo'lgan mamlakatlar valyutalarining nisbatan barqarorligi, ish haqining oshishi, aksariyat qabul qiluvchi mamlakatlarda yuqori iqtisodiy faollik va ishchi kuchiga barqaror talab bilan izohlash mumkin.

2.1.5-rasm. Eksport o'sishi sur'atlari, foizda



2.1.6-rasm. Import o'sishi sur'atlari, foizda



Manba: Statistika agentligi ma'lumotlari asosida MB hisob-kitoblari

Izoh: Bazaviy eksport (I) – Oltin va xizmatlarsiz eksport hajmi

Bazaviy eksport (II) – Oltin va safarlarsiz eksport hajmi

Bazaviy import (I) – bir martalik import tovarlarsiz (samolyot va avtobus)

Bazaviy import (II) – mashina va uskunalarsiz import

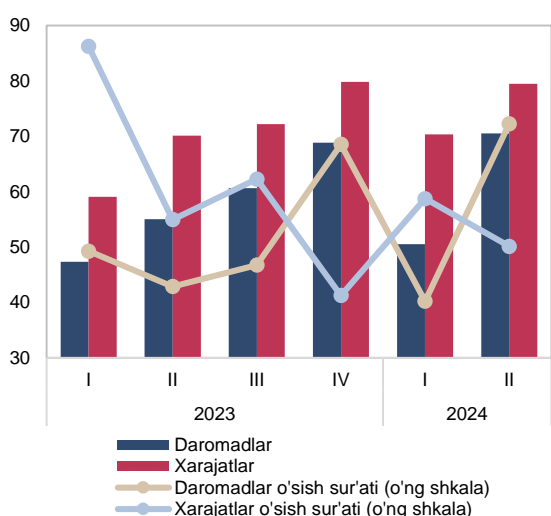
Dastlabki ma'lumotlarga ko'ra, birinchi yarim yillikda davlat byudjeti taqchilligi 29 trln. so'mga teng bo'ldi. Birinchi yarim yillikda daromadlar o'tgan yilning mos davriga nisbatan 18,3 foizga oshib 121 trln. so'mni tashkil etgan bo'lsa, xarajatlari qariyb 150 trln. so'mga yetgan (16,0 foizlik o'sish). Bunda, xarajatlar dinamikasi byudjet taqchilligini mo'tadil darajada saqlab qolish uchun zarur bo'lgan ko'rsatkichdan yuqoriligicha qolmoqda (2.1.7-rasm).

Moliyaviy sharoitlarning yumshashi bo'yicha bozor ishtirokchilari kutilmalari fonida II chorakda byudjetni moliyalashtirish ichki manbalardan qisman tashqi manbalarga o'tishi kuzatildi. May oyida 1,55 mlrd. dollar miqdorida yevroobligatsiyalar joylashtirildi.

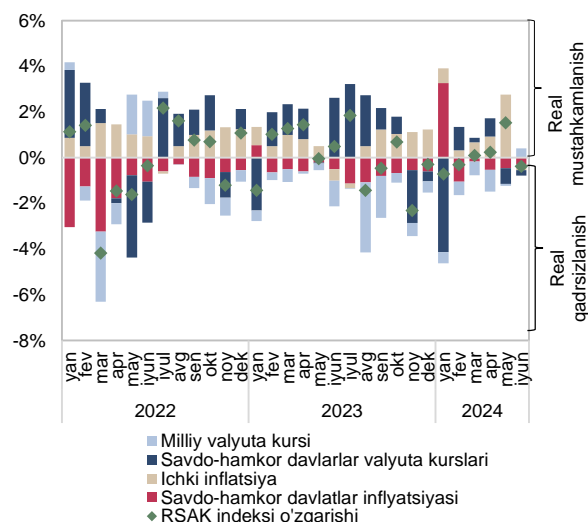
Tashqi savdoning joriy dinamikasi, investitsiyalar oqimi, shuningdek, jalb qilingan qarz instrumentlari ta'sirida almashuv kursi II chorakda 0,5 foizga mustahkamlangan bo'lsa, yil boshidan 1,8 foizga qadrsizlandi.

Joriy yil boshidan real samarali almashuv kursi indeksi (RSAK) 0,5 foizga mustahkamlandi. Umuman olganda, joriy chorakda RSAK nisbatan barqaror shakllandi va energiya narxlarining oshishi fonida asosiy savdo hamkorlarga nisbatan ichki narxlarning yuqoriroq o'sishiga qaramasdan nominal almashuv kursi farqlari dinamikasi bilan qisman qoplandi (2.1.8-rasm).

2.1.7-rasm. Davlat byudjeti parametrlari YalMga nisbatan, foizda



2.1.8-rasm. Real samarali almashuv kursi dekompozitsiyasi, f.b.



Manba: Iqtisodiyot va moliya vazirligi, Markaziy bank hisob-kitoblari

2.2. Inflyatsiya dinamikasi

2024-yilning I choragida umumiy inflyatsiya pasayishda davom etgan bo'lsada, II chorakda ayrim tovar va xizmatlarning qo'shilgan qiymat solig'iga tortilishi hamda tartibga solinadigan narxlarning bir martalik oshirilishi hisobiga tezlashdi.

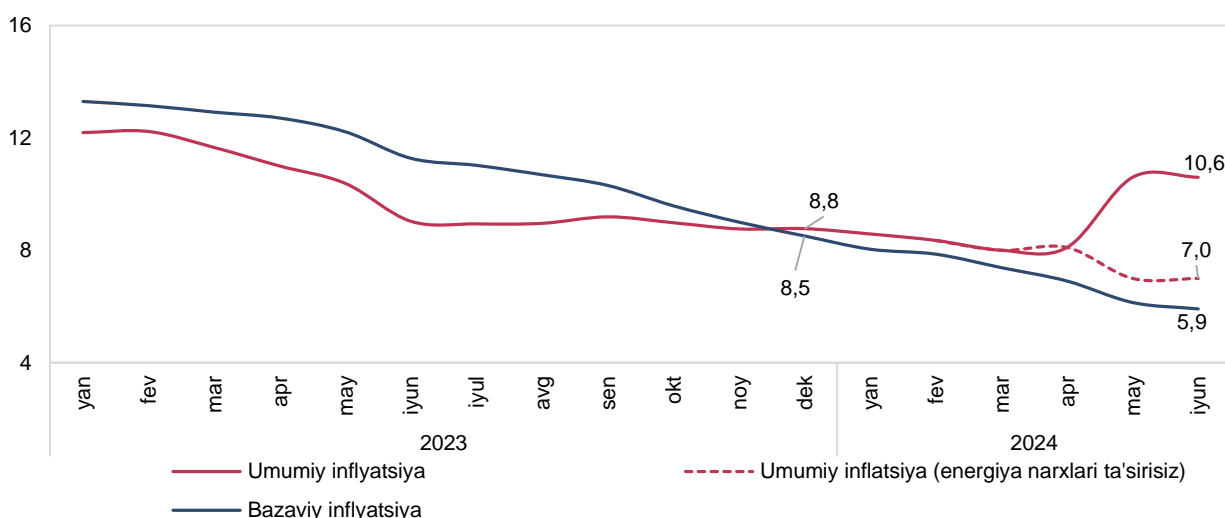
Shu bilan birga, ushbu davrda nisbatan qat'iy pul-kredit sharoitlari saqlab qolingani bazaviy inflyatsiyaning yil boshidagi pasayuvchi tendensiyasi davom etishiga xizmat qildi.

2024-yilning II choragida umumiy inflyatsiya darajasi o'suvchi trendga o'tdi va chorak davomida 2,6 foiz bandga oshib, iyun oyida 10,6 foizni tashkil etdi (2.2.1-rasm).

Bu o'sish, asosan, aholi uchun energiya resurslari narxlarini oshirilishi evaziga shakllandi. Ushbu narxlar ta'sirisiz umumiy inflyatsiya yillik 7 foiz doirasida shakllandi.

Qishloq xo'jaligida kuzatilgan yuqori hosildorlik iste'mol bozorida taklifni keskin oshirib, meva va sabzavotlar narxlarining arzonlashishiga sabab bo'ldi. Natijada meva va sabzavotlar inflyatsiyasi chorak oxirida yillik 1,1 foizgacha sekinlashdi (2.2.2-rasm).

2.2.1-rasm. Yillik umumiy inflyatsiya va bazaviy inflyatsiya o'zgarish dinamikasi, foizda



Manba: Statistika agentligi ma'lumotlari asosida Markaziy bank hisob-kitoblari

Bazaviy inflyatsiya darajasi II chorakda ham pasayuvchi dinamikada shakllanib, 1,5 foiz bandga pasaydi va yillik 5,9 foizni tashkil etdi. Bazaviy inflyatsiya pasayishi oziq-ovqat narxlarini hisobiga shakllanib, nooziq-ovqat va xizmatlar inflyatsiyasida biroz o'sish kuzatildi.

Shu o'rinda, bazaviy tovar va xizmatlar inflyatsiyasining sekinlashishini monetar omillarning ta'siri kamayib borayotganligi bilan izohlanishi mumkin. Shuningdek, jahon bozori hamda tashqi inflyatsiyaning barqarorlashayotgani ichki narxlarga import inflyatsiyasining ta'sirlari yumshab borayotganligini ko'rsatadi.

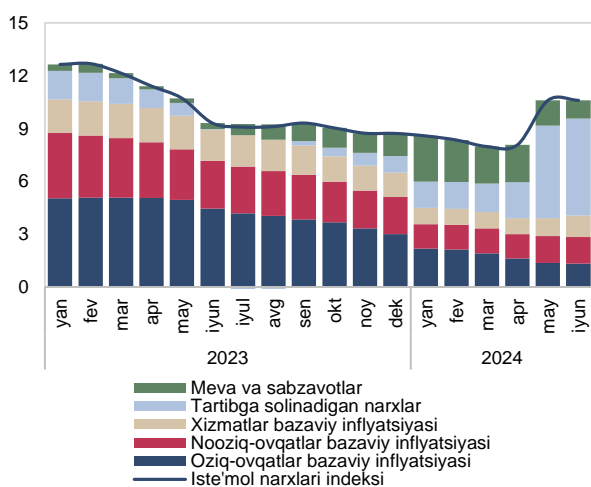
Oziq-ovqat mahsulotlarining bazaviy inflyatsiyasi yil boshidan sezilarli pasayib, yillik 4,2 foizni tashkil etdi (2.2.3-rasm). Bunga don mahsulotlari va tuxum narxining sezilarli arzonlashgani asosiy hissa qo'shdi. Shuningdek, go'sht, sut va shakar mahsulotlari narxlarini o'sishida ham sekinlashish kuzatildi.

Nooziq-ovqat mahsulotlarining bazaviy inflyatsiyasi II chorakda biroz o'sishni qayd etib, yillik 6,3 foizga teng bo'ldi. Yonilg'i narxlarini qimmatlashishi va aprel oyidan dori vositalariga qo'shilgan qiymat solig'ining kiritilishi ushbu

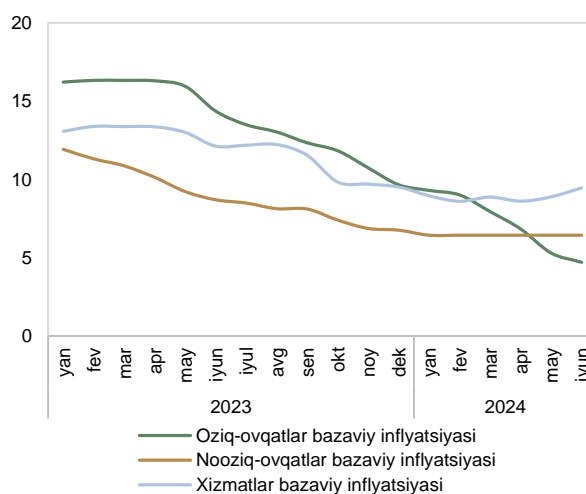
guruh inflyatsiyasiga oshiruvchi ta'sir ko'rsatgan bo'lsa, kiyim-kechak, qurilish mollari va maishiy tovarlar narxlarining o'zgarishi pasaytiruvchi ta'sirga ega bo'ldi.

Xizmatlar bazaviy inflyatsiyasi dinamikasida ham o'sish kuzatilib, iyun oyida yillik 9,3 foizga teng bo'ldi. Bunga tibbiy xizmatlar va ta'lim xizmatlari narxlarining oshgani ta'sir ko'rsatdi. Aholi tomonidan ushbu xizmat turlariga nisbatan shakllangan yuqori talab narxlarga oshiruvchi bosim yaratmoqda.

2.2.2-rasm. Umumiy inflyatsiya dekompozitsiyasi, foiz bandda

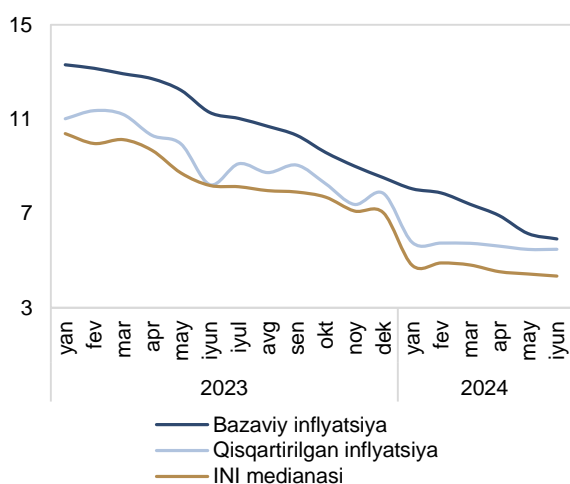


2.2.3-rasm. Bazaviy inflyatsiya guruhlari inflyatsiyasi o'zgarishi, foizda

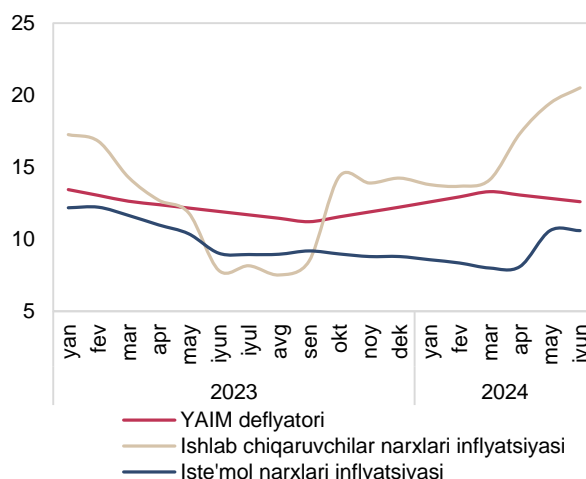


Manba: Statistika agentligi ma'lumotlari asosida Markaziy bank hisob-kitoblari.

2.2.4-rasm. Bazaviy inflyatsiyaning muqobil ko'rsatkichlari o'zgarishi dinamikasi, foizda



2.2.5-rasm. Iste'mol narxlari inflyatsiyasining muqobil ko'rsatkichlari o'zgarishi dinamikasi, foizda



Manba: Statistika agentligi ma'lumotlari asosida Markaziy bank hisob-kitoblari.

Bazaviy inflyatsiyaning pasayish tendensiyasi uning muqobil ko'rsatkichlarida ham kuzatilmoqda. Xususan, qisqartirilgan inflyatsiya va INI

medianasi ko'rsatkichlari ham yil boshidan pasayish trayektoriyasida shakllandi (2.2.4-rasm).

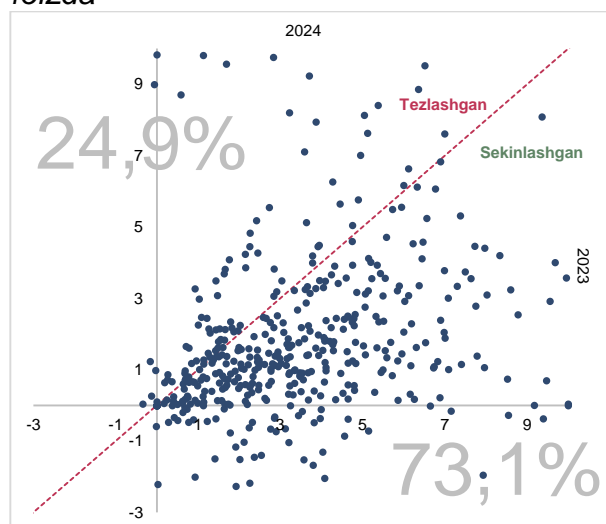
YaIM deflyatori I chorakdagi 13,3 foiz darajasidan 0,7 foiz bandga pasayib, 12,6 foizni tashkil etgan bo'lsa (2.2.5-rasm), ishlab chiqaruvchilar narxlari inflyatsiyasi esa, aksincha, metallurgiya, energiya resurslari ishlab chiqarish va kommunal xizmat ko'rsatish sohalari narxlari oshishi hisobiga mart oyiga nisbatan 6,4 f.b.ga oshib, iyunda 20,5 foizgacha tezlashdi (I chorakda 14,1 foiz).

2024-yilning I yarim yilligida umumiy narx o'zgarishi o'tgan yilning mos davrida qayd etilgan o'zgarishiga nisbatan pastroq shakllangan tovar va xizmatlar ulushi iste'mol savatining 73,1 foiziga teng bo'ldi (2.2.6-rasm).

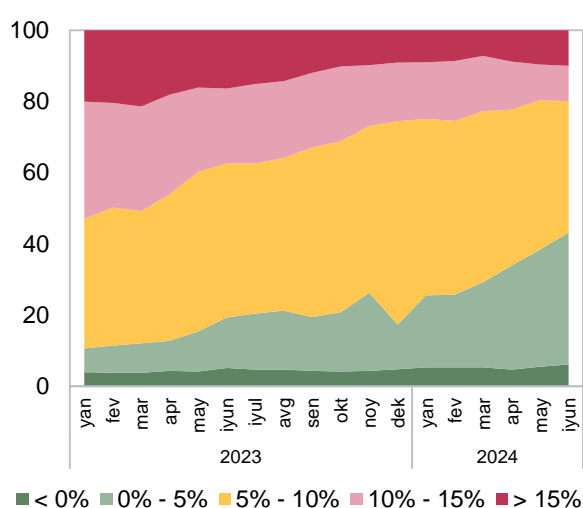
Iste'mol savatida yillik narx o'zgarishlari 5 foizdan past shakllangan tovar va xizmatlar ulushi ortib bormoqda. Xususan, iyun oyida bunday tovar va xizmatlar ulushi jamiga nisbatan 43,1 foizni tashkil qildi (2.2.7-rasm).

So'nggi oylardagi iqtisodiyotda yuz bergan inflyatsion jarayonlarga asoslanib, tartibga solinadigan narxlarning vaqtinchalik ta'sirlarini hisobga olmaganda, umumiy inflyatsiya trendi pasayuvchi tendensiyada davom etayotganini ta'kidlash mumkin.

2.2.6-rasm. Iste'mol savatidagi tovar va xizmatlarning yanvar-iyun oylaridagi inflyatsiyasining solishtirma o'zgarishi, foizda



2.2.7-rasm. INI savatidagi tovar va xizmatlar yillik inflyatsiyasining foiz oraliqlarida taqsimlanishi, foizda



Manba: Statistika agentligi ma'lumotlari asosida

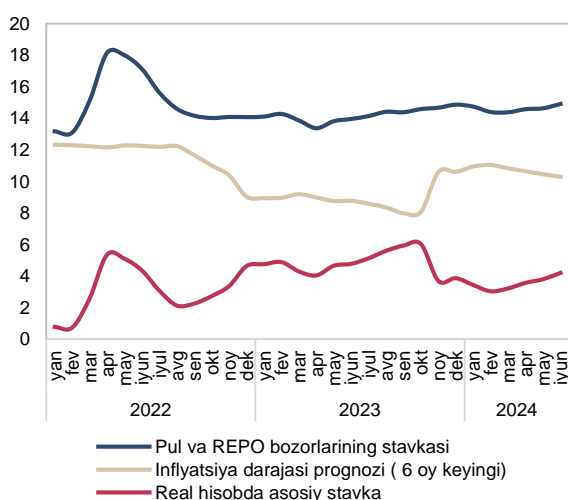
Shu bilan birga, inflyatsiyaning ushbu ijobiy tendensiyasini saqlab qolish va 5 foizlik target ko'rsatkichigacha pasaytirish uchun iqtisodiyotdagi pul-kredit sharoitlari prognoz davrining asosiy qismida nisbatan qat'iy darajada saqlanishi muhim ahamiyat kasb etadi.

2.3. Pul-kredit sharoitlari

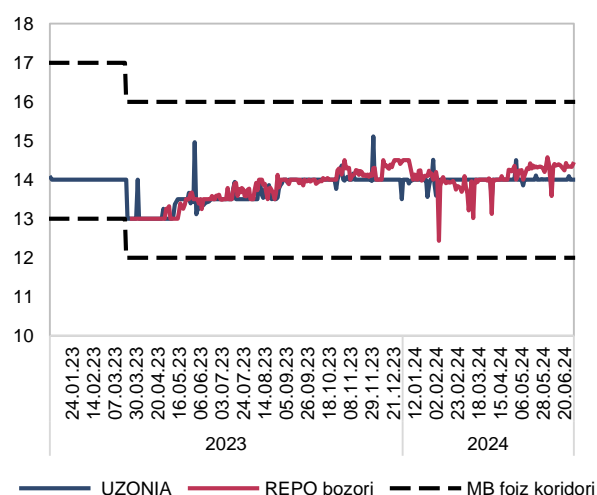
Yil yakuniga qadar inflyatsiyaning pasayib borishi prognozi fonida iyun oyida Markaziy bank asosiy stavkasi real hisobda (6 oy keyingi inflyatsiya asosida hisoblaganda) 3,4 foizga va banklararo pul bozorlari o'rtacha real foiz stavkasi 4,2 foizga teng bo'ldi. Pul bozori real foiz stavkalarining oshishi nominal foizlardagi kichik o'sish va inflyatsiyaning pasayuvchi prognoziga bog'liq bo'ldi (2.3.1-rasm).

Ushbu davrda pul bozorida depozit operatsiyalari asosida hisoblanadigan UZONIA benchmark stavkasi kichik tebranishlar bilan asosiy stavkaga yaqin darajada shakllandi. Banklar o'rtasidagi overnayt REPO amaliyotlari bo'yicha o'rtacha foiz stavkalari ham asosiy stavkaga yaqin bo'lib, so'nggi 2 oyda UZONIAdan biroz yuqori bo'ldi (2.3.2-rasm).

2.3.1-rasm. Pul va REPO bozorlari foiz stavkasi, foizda



2.3.2-rasm. UZONIA va overnayt REPO foiz stavkalari, foizda

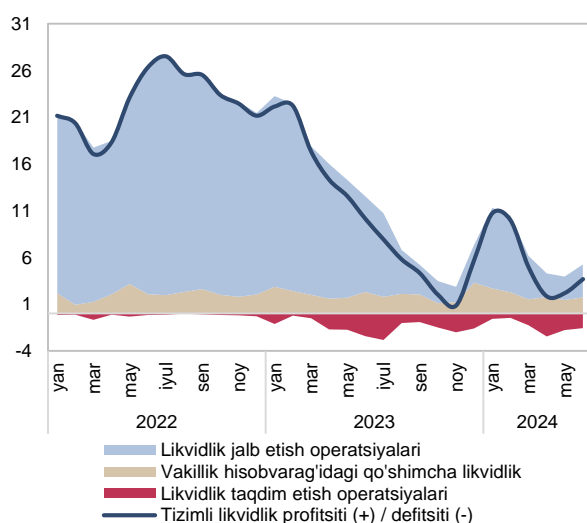


Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari

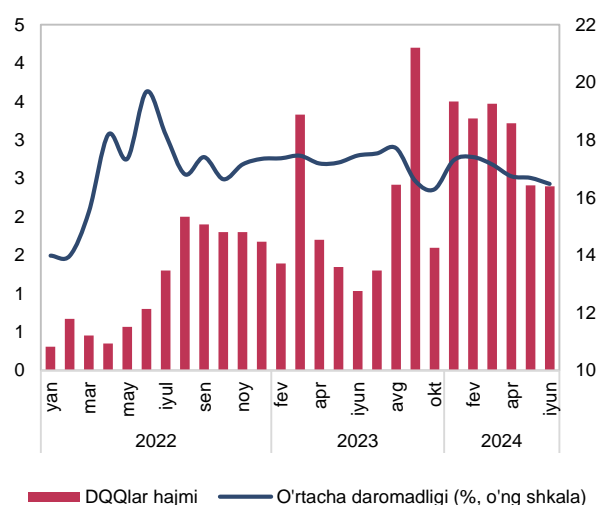
Pul bozorlarida shakllanayotgan foiz stavkalari nisbatan qat'iy pul-kredit sharoitlarini ta'minlash uchun yetarli bo'lmoqda. Bunda, qat'iylik darajasini ko'rsatuvchi yana bir omil bank tizimi umumiy likvidligi holati bo'lib, yil boshidagi o'sishdan so'ng II chorakda tarkibiy likvidlik profitsitining normallashuvi kuzatildi (2.3.3-rasm). Aprelda sezilarli qisqargan likvidlik hajmida may-iyun oylarida hukumat xarajatlarning oshishi hisobiga o'sish kuzatildi.

Davlat qimmatli qog'ozlari daromadligida chorak davomida pasayish kuzatilib, bu, banklar tomonidan talabning mavjudligi sharoitida emissiya hajmining qisqarishi bilan izohlanadi.

2.3.3-rasm. Bank tizimidagi umumiy likvidlik holati, trln.so'm



2.3.4-rasm. Davlat qimmatli qog'ozlari, trln. so'm



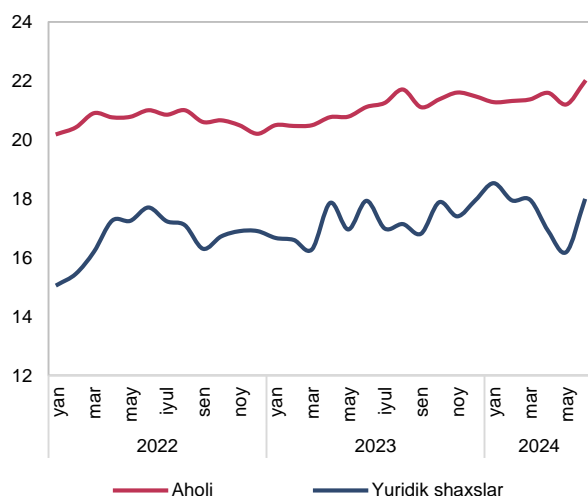
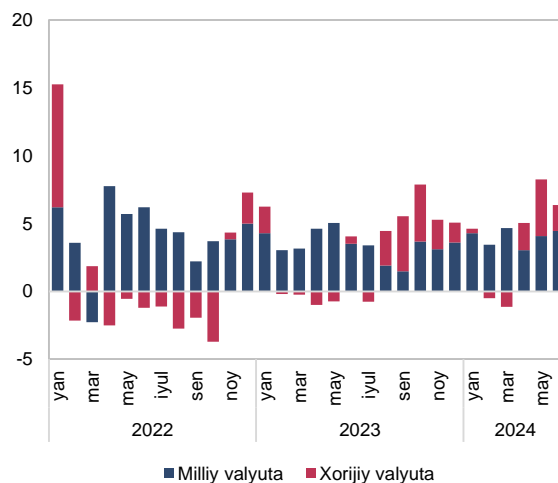
Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari

Bunda, muddat tuzilmasida ham ayrim o'zgarishlar kuzatilib, ko'proq qisqa muddatli davlat qimmatli qog'ozlari muomalaga chiqarildi (2.3.4-rasm).

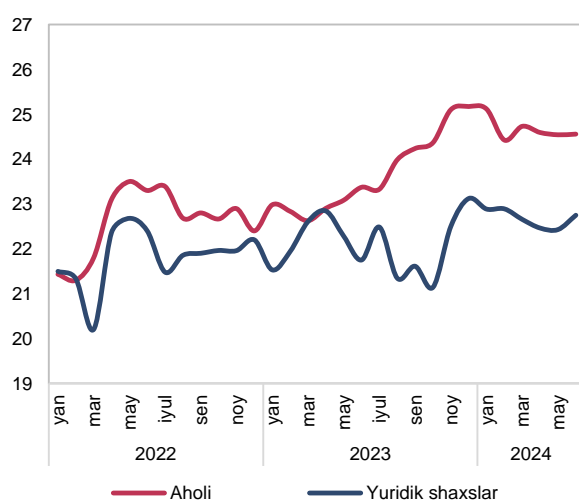
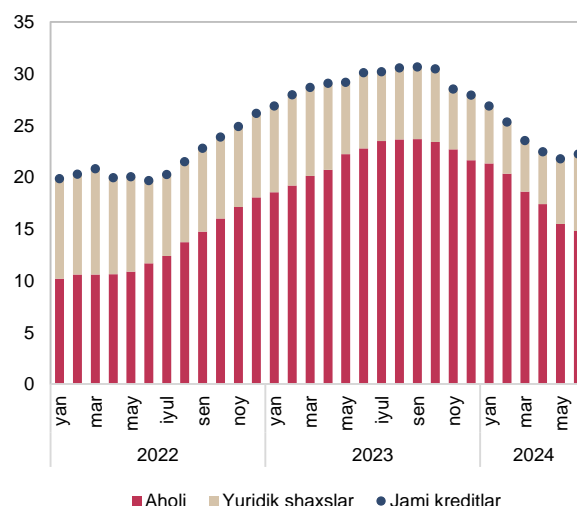
Depozitlar va kreditlar foiz stavkalari dinamikalarini turlicha ko'rinishga ega bo'ldi. Aholining milliy valyutadagi omonatlari foiz stavkalarida kichik o'sish kuzatilgan bo'lsa, yuridik shaxslar depozitlari bo'yicha aprel-may oylarida sezilarli pasaygan foizlar iyun oyida oldingi chorak darajasigacha tiklandi (2.3.5-rasm).

Inflyatsion kutilmalarning pasayishi va milliy valyuta almashuv kursining barqarorligi sharoitida so'mdagi omonatlar jozibadorligi ortib bormoqda (2.3.6-rasm). Bugungi kunda aholi omonatlarining qariyb 80 foizi milliy valyutada bo'lib, ularda yuqori o'sish ko'rsatkichlari kuzatilmoqda. Yil boshidan aholining so'mdagi depozitlari 14,7 foizga, shundan, muddatli depozitlar 26,4 foizga ko'paydi.

Omonatlar tarkibida muddatli omonatlar ulushining ortib borayotganligi (1-iyul holatiga – 58 foiz) banklar uchun barqaror ichki resurs bazasi shakllanayotganligini ko'rsatadi. So'nggi 4 yilda aholining so'mdagi muddatli depozitlari 5,2 barobarga ko'payib, aholi daromadlarining yuqori o'sishi va inflyatsiyaning pasayishi sharoitida ushbu tendensiyaning o'rta muddatda ham davom etishi kutilmoqda.

2.3.5-rasm. Milliy valyutadagi muddatli depozitlar foiz stavkalari, foizda**2.3.6-rasm. Aholi muddatli depozitlar qoldig'i o'zgarishi, oylik, foizda**

Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari

2.3.7-rasm. Milliy valyutadagi kreditlar foiz stavkalari, foizda**2.3.8-rasm. Milliy valyutadagi kreditlar qoldig'i o'sishi dekompozitsiyasi, yillik, foizda**

Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari

Kreditlar bo'yicha o'rtacha foiz stavkalarida yil boshiga nisbatan kichik pasayish kuzatilib, iqtisodiyot subyektlari tomonidan kreditlarga bo'lgan talabning ma'lum ma'noda muvozanatlashuvini ifoda etadi. O'rtacha tortilgan foiz stavkalari iyunda aholi kreditlari bo'yicha 24,6 foizga va yuridik shaxslar bo'yicha 22,7 foizga teng bo'ldi (2.3.7-rasm).

Yil boshidan banklar tomonidan qariyb 127 trln. so'mlik kreditlar ajratilgan bo'lib, o'tgan yilning mos davriga nisbatan 9,5 foizga ko'paygan. Aholiga ajratilgan kreditlar hajmi o'tgan yil darajasida bo'lib, so'ndirilgan kreditlarning yuqori o'sishi chakana kreditlar qoldig'i o'sish sur'atining muvozanatlashishiga xizmat qilmoqda.

Xususan, aholi kreditlari qoldig'ining yillik o'sishi o'tgan yilning II choragida 55 foizni tashkil qilgan bo'lsa, joriy yil iyun oyi yakuni bo'yicha 30 foizgacha pasaydi (2.3.8-rasm). Mazkur muvozanatlashuv o'tgan yildagi yuqori baza effekti, joriy etilgan va ma'lum darajada qat'iyashtirilgan makroprudensial me'yorlar hamda aholi tomonidan kreditlarga bo'lgan talabning normallasuvi bilan izohlanadi.

Aholining banklardagi omonatlarida saqlanib qolayotgan yuqori o'sish sur'atlari (yillik o'rtacha 1,5 barobar), kreditlarga bo'lgan talabning muvozanatlashuvi va pul massasi o'sish sur'atlari kabi miqdoriy ko'rsatkichlar dinamikasi iqtisodiyotda nisbatan qat'iy pul-kredit sharoitlari shakllanayotganligini ko'rsatmoqda (2.3.9-rasm).

2.3.9-rasm. Pul-kredit sharoitlarini ifodalovchi ko'rsatkichlar

Ko'rsatkichlar (Gatiylik darajasi)	2023												2024					
	yan	fev	mar	apr	may	iyun	iyul	avg	sen	okt	noy	dek	yan	fev	mar	apr	may	iyun
Asosiy stavka (real darajada)																		
Pul bozori foiz stavkasi (real darajada)																		
REPO bozori foiz stavkasi (real darajada)																		
Samarali likvidlik pozitsiyasini o'zgarishi (yillik, %)																		
DQQ o'rtacha daromadligi (real darajada)																		
Aholi muddatli depozitlarining o'zgarishi (yillik, %)																		
Aholi kredit qarzdorligining o'zgarishi (yillik, %)																		
Aholining inflyatsion kutilmalari																		
Tadbirkorlarning inflyatsion kutilmalari																		
Pul massasi o'sishi (yillik, %)																		
Real samarali almashuv kursi																		

Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari

2023-yilning II yarmidan inflyatsiya darajasining sezilarli pasayishiga qaramasdan energiya tariflari o'zgartirilishi bo'yicha kutilmalar hisobiga Markaziy bank asosiy stavkasi yillik 14 foiz darajasida o'zgarishsiz saqlab qolingani edi. Uning ta'sirida pul va REPO bozorlarida ham qat'iy pul-kredit sharoitlari shakllanib keldi.

May oyida inflyatsiya darajasining vaqtinchalik omillar ta'sirida oshishi real ijobiy foiz stavkalarining muvozanatlashishiga va pul-kredit sharoitlarining nisbatan qat'iy fazaga o'tishiga xizmat qildi.

Markaziy bank asosiy stavkasining iyul oyidagi boshqaruv yig'ilishida 13,5 foizgacha pasaytirilishini energiya tariflari oshirilishining ikkilamchi ta'sirlari kutilganidan past bo'lganligi sharoitida real foiz stavkalariga sezilarli ta'sir ko'rsatmagan holda nominal foiz stavkalarini to'g'rilash sifatida baholaydi.

Bunda, Markaziy bank inflyatsiyani yil yakunida yangilangan prognozga (*9 foiz*) pasaytirish va o‘rta muddatli istiqbolda 5 foizlik targetiga erishishga qaratilgan nisbatan qat’iy pul-kredit siyosatini amalga oshirishda davom etadi. Foiz stavkalari bo‘yicha kelgusi qarorlar inflyatsiya dinamikasi va prognozi, inflyatsion kutilmalar hamda makroiqtisodiy ko‘rsatkichlar bo‘yicha yangilangan ma’lumotlar asosida qabul qilib boriladi.

Asosiy stavka o'zgarishining depozit va kredit foiz stavkalariga o'tishini baholash

Pul-kredit siyosati bo'yicha qarorlarni yalpi talab va u orqali inflyatsiya darajasiga ta'sir ko'rsatishida foiz kanalining samarali ishlashi muhim o'rin tutadi. Asosiy stavkaning o'zgarishi depozit va kredit foiz stavkalariga ko'chishi natijasida iqtisodiy agentlarning iste'mol va jamg'arish bo'yicha qarorlariga ta'sir ko'rsatishi orqali yalpi talab va uning natijasida narxlar darajasida o'z aksini topadi.

Pul-kredit siyosatining transmission mexanizmi Markaziy bank asosiy stavka bo'yicha qarorlariga o'zgartirish kiritishidan boshlanadi. Asosiy stavka o'zgarishining bevosita pul bozori foiz stavkalari va bilvosita tijorat banklari tomonidan belgilanadigan kredit va depozit stavkalariga ta'sirini baholab borish asosiy stavkani o'zgartirish bo'yicha qarorlarni to'g'ri belgilashda muhim ahamiyat kasb etadi.

Foiz kanalining o'tkazuvchanlik darajasini o'rganish maqsadida chakana foiz stavkalari shakllanishida ishtirok etadigan omillar tanlab olinib, ular dinamik panel ma'lumotlar modeli orqali tahlil qilindi.

Tijorat banklari tomonidan chakana foiz stavkalarini belgilashda hal qiluvchi omillar sifatida makroiqtisodiy va tijorat banklarining o'ziga xos xususiyatlarini belgilovchi quyidagi omillar tanlab olindi: banklararo pul bozori foiz stavkasi (i_M), real YalMning doimiy (Y_P) va siklik komponentlari (Y_T), yillik inflyatsiya darajasi (π), foiz stavkasining standart chetlanish koeffitsiyenti (σ), bank tizimida konsentratsiyalashuv darajasi - Herfindal-Hirshman indeksi (HHI), jami aktivlar hajmi (x_{assets}), yuqori likvidli aktivlarning jami aktivlar hajmiga nisbati ($x_{liquidity}$), kapital monandligi koeffitsiyenti ($x_{capital}$), depozitlarning obligatsiyalar va depozitlar yig'indisiga nisbati ($x_{deposit}$), uzoq muddatli kreditlarning jami kreditlar hajmiga nisbati (x_{credit}), muammoli kreditlarning jami kreditlarga nisbati (cr_k), operatsion xarajatlarning jami aktivlarga nisbati (e_k).

Har bir tijorat banking kredit va depozit ($i = \{L, D\}$) foiz stavkalari uchun model tenglamalari quyidagi ko'rinishda ifodalanadi:

$$\Delta i_{ik,t} = \mu_{Lk} + \sum_{j=1}^2 \kappa_{ij} \Delta i_{ik,t-j} + \sum_{j=0}^2 \beta_{ij} \Delta i_{Mt-j} + \alpha_i i_{ik,t-1} + \gamma_L i_{Mt-1} + \sum_{j=0}^2 \phi_{ij} \bar{Z}_{t-j} + \varepsilon_{ik,t} \quad (1)$$

Bunda: $k = 1, \dots, N = 23$, (k – banklar), $t = 1, \dots, T = 60$ (t – davr).

\bar{Z} vektor qisqa va o'rta muddatda chakana foiz stavkalariga ta'sir etuvchi statsionar o'zgaruvchilarni o'z ichiga oladi: $\bar{Z} = (x_k, HHI, \Delta \ln y^P, \Delta \ln y^T, \pi, \sigma, cr_k, e_k)$.

Bunda: $x_k = [x_{assets}, x_{liquidity}, x_{capital}, x_{deposit}, x_{credit}]$.

Modelning ushbu spetsifikatsiyasida β_{i0} va $(\beta_{i0}(1 + \alpha_{i1} + \kappa_{i1}) + \beta_{i1} + \gamma_i)$ asosiy stavka va chakana foiz stavkalari o'rtasidagi mos ravishda dastlabki va bir davrdan so'nggi o'tish koeffitsiyentlarini ifodalaydi. $(-\gamma_i/\alpha_i)$ esa uzoq muddatli o'tish parametrini ko'rsatadi. (1) tenglama o'zaro ta'sir samarasini e'tiborga olgan holda quyidagicha kengaytirildi:

$$\begin{aligned} \Delta i_{ik,t} = & \mu_{Lk} + \sum_{j=1}^2 \kappa_{ij} \Delta i_{Lk,t-j} + \Delta i_{itk} + \sum_{j=0}^2 \left(\beta_{ij} + \sum_{m=1}^5 \beta_{imj}^* X_{m,k,t-1} \right) \Delta i_{Mt-j} + \sum_{m=1}^5 \lambda_{im} X_{m,k,t-1} \\ & + \left(\alpha_i + \sum_{m=1}^5 \alpha_{im}^* X_{m,k,t-1} \right) i_{ik,t-1} + \left(\gamma_i + \sum_{m=1}^5 \gamma_{im}^* X_{m,k,t-1} \right) i_{Mt-1} + \sum_{j=0}^2 \phi_{ij} \bar{Z}_{t-j} + \varepsilon_{ik,t} \quad (2) \end{aligned}$$

Bunda barcha banklarga xos ko'rsatkichlar, $x_{m,k,t-1}$, quyidagi tartibda o'zgartirildi:

$$X_{m,k,t-1} = x_{m,k,t} - \left(\sum_{t=1}^T \frac{\sum_{k=1}^N x_{m,k,t}}{N} \right) / T$$

Depozit stavkalariga ta'siri. Tahlil natijalariga ko'ra, depozit foiz stavkasiga nisbatan joriy o'tish koeffitsiyenti 0,13 dan 0,16 gacha, ikki oylik yig'ma o'tish koeffitsiyenti tanlangan modellarda 0,27 dan 0,31 gacha bo'lishi baholandi. Ya'ni, Markaziy bank asosiy stavkani 1 foiz bandga o'zgartirgandan boshlab, depozit foiz stavkasi bir va ikki oylik muddatda mos ravishda (0,13- 0,16) va (0,27 - 0,31) foiz bandga o'zgarishiga olib keladi.

Asosiy stavka bir foiz bandga o'zgarishi 2-modelga ko'ra uzoq muddatda depozit stavkalarining jami 0,51 foiz bandga o'zgarishiga olib keladi, bu parametr boshqa model spetsifikatsiyalari bo'yicha 0,42 va 0,56 oralig'ida shakllandi. Ya'ni, asosiy stavkaning 1 foiz bandga o'zgarishi depozit stavkalariga potensial ta'sir doirasi 0,56 foiz bandni tashkil qiladi.

Asosiy stavka o'zgarishining depozit stavkalariga umumiy ta'siri asosan (jami ta'sirning 85 foizi) dastlabki chorakda yuzaga chiqadi. Andrevs-Lu model va momentni tanlash me'zonlariga ko'ra 2-model natijalari boshqa modellarga nisbatan statistik nuqtayi nazardan afzalroq deb topildi.

2-jadval. Asosiy stavka o'zgarishining depozit stavkalariga o'rtacha o'tish koeffitsiyenti

Foiz stavkasi kanali	Model 1	Model 2	Model 3
Bir oylik o'tish	0,14	0,16	0,13
Ikki oylik o'tish	0,31	0,27	0,28
Bir choraklik o'tish	0,36	0,46	0,45
Uzoq muddatli o'tish	0,42	0,51	0,56

Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari

Kredit stavkalariga ta'siri. Asosiy stavkaning kredit stavkalariga qanday ta'sir qilishini tahlil qilish uchun to'rt xil model spetsifikatsiyasidan foydalanildi. Joriy o'tish koeffitsiyenti 0,07 va 0,09 oralig'ida bo'lib, asosiy stavkaning 1 foiz bandga o'zgarishi natijasida kreditlar foiz stavkasining dastlabki bir oylik o'zgarish doirasini ko'rsatadi. Mazkur o'zgartirish kredit stavkasining dastlabki ikki oyda (0,12 - 0,21) foiz bandga o'zgarishiga olib keladi.

Demak, asosiy stavka o'zgarishi kredit stavkalariga ikkinchi oydan sezilarli ta'sir ko'rsata boshlaydi. Asosiy stavkaning 1 foiz bandga o'zgarishi 4-modelga ko'ra uzoq muddatda kredit stavkalarining 0,2 foiz bandga o'zgarishiga olib keladi. Asosiy stavka o'zgarishining kredit stavkasiga jami ta'sirining 73 foizidan ortig'i I chorakda yuzaga chiqadi. Andrevs-Lu model va momentni tanlash me'zonlaridan foydalangan holda 4-model boshqa modellarga nisbatan afzalroq ekanligi aniqlandi.

3-jadval. Asosiy stavka o'zgarishining kredit stavkalariga o'rtacha o'tish koeffitsiyenti

Foiz stavkasi kanali	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Bir oylik o'tish	0,09	0,07	0,08	0,08
Ikki oylik o'tish	0,21	0,17	0,19	0,12
Bir choraklik o'tish	0,18	0,15	0,16	0,14
Uzoq muddatli o'tish	0,15	0,13	0,11	0,20

Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari.

Asosiy stavka bo'yicha qarorlarning kredit foiz stavkalariga ta'siri 2019-2023-yillar ma'lumotlari asosida o'rganilgan bo'lib, ushbu davrda imtiyozli va direktiv kreditlar ulushining hamda chakana kreditlarga bo'lgan talabning yuqori bo'lganligi hisobiga foiz stavkalari o'zgarishiga nisbatan ta'sirchanlik past bo'lgan.

Kelgusida banklarning xususiylashtirilishi, imtiyozli kreditlarning qisqarishi va foiz stavkalari bozor munosabatlari asosida shakllanuvchi kreditlar hajmining oshib borishi hisobiga asosiy stavka o'zgarishining kredit stavkalariga ta'siri kuchayishi kutilmoqda.

Fiskal shoklar dinamik ta'sirining empirik tahlili

Iqtisodiyotda kuzatiladigan fiskal tuzatishlar rivojlanayotgan mamlakatlardan murakkab tanlovlarni amalga oshirishni talab qiladi. Masalan, yuqori fiskal taqchillik sharoitida makroiqtisodiy barqarorlikni ta'minlash uchun davlat xarajatlarini qisqartirish va (yoki) soliqlarni oshirish, o'z navbatida, iqtisodiy o'sishni susaytirishi mumkin.

Shuningdek, qisqa muddatda davlat xarajatlarining ko'payishi yalpi talabni oshirish orqali iqtisodiy faollikni rag'batlantiradi. Biroq, o'rta muddatli davrda xarajatlar o'sishini yuqori bo'lishi ularni moliyalashtirishda davlat qarzi oshib borishiga, qo'shimcha manbalarning jalb etilishiga yoki foiz stavkalari ko'tarilishi orqali korxonalar va iste'molchilar uchun qarz olish va investitsiya jalb qilishni qimmatlashishiga va natijada xususiy sektorni qisqarishiga hamda iqtisodiy o'sishni sekinlashishiga olib kelishi mumkin.

Shu bilan birga, davlat xarajatlarining oshishi talabning ko'tarilishi orqali narxlarga oshiruvchi bosim yaratib, aholi real xarid qobiliyatini pasayishiga sabab bo'ladi.

O'zbekistonda so'nggi davrlarda kuzatilgan rag'batlantiruvchi fiskal siyosat byudjet taqchilligining doimiy va sezilarli oshishiga olib keldi. Mazkur yuqori taqchillik iqtisodiyotning moliyaviy holatiga potensial bosimni shakllantirib, davlat xarajatlari va daromadlari o'rtasidagi sezilarli nomutanosiblikni ko'rsatadi. Bu, o'z navbatida, byudjetda kuzatilayotgan yuqori taqchillik sharoitida fiskal shoklarning makroiqtisodiy ko'rsatkichlarga ta'sirlarini o'rganish va multiplikatorlarni baholashning dolzarbligini oshiradi.

Fiskal multiplikator diskretion fiskal siyosatning YaIMga qisqa muddatli ta'sirini o'lchab, ma'lum bir davr davomida byudjet xarajatlari yoki byudjet daromadlari hajmining o'zgarishi YaIM hajmiga qanday ta'sir qilishini ko'rsatadi. Ya'ni, byudjet xarajat (yoki soliq daromad)larining 1 so'mga oshishi YaIMni necha so'mga oshirishi (yoki kamaytirishi)ni ifoda etadi.

Tadqiqotlarda odatda o'rganilayotgan davr qamrovidan kelib chiqib quyidagi ikki xil multiplikator ko'rsatkichlaridan foydalaniladi: qisqa muddatli ta'sir multiplikatori va jami ta'sir multiplikatori.

O'zbekistonda fiskal shoklarning iqtisodiy faollik va inflyatsiyaga ta'sirining yo'nalishi, intensivligi va davomiyligini hamda fiskal multiplikatorlarni baholashda strukturaviy vektor avtoregressiya modeli (SVAR) va Chelak yondashuvi (*The Bucket Approach*)dan foydalanildi.

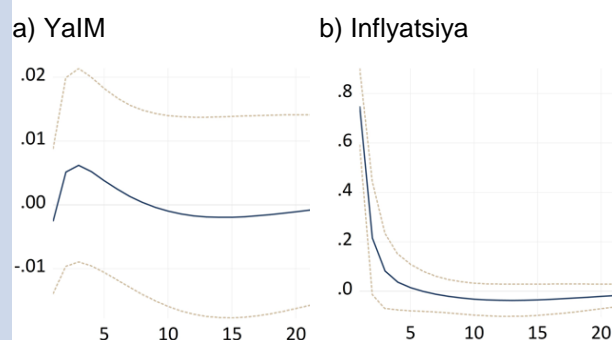
Davlat xarajatlari shoki. Tahlil natijalariga ko'ra, fiskal xarajatlar qisqa muddatli davrda, YaIM o'sishiga sezilarli ijobiy ta'sir qiladi. Bunda, fiskal xarajatlar shoklarining iqtisodiy o'sishga ijobiy ta'siri uchinchi chorakda o'zining maksimumiga yetib, ikkinchi yil yakunigacha saqlanib qoladi, so'ngra vaqt o'tishi bilan o'rta muddatli oraliqda ushbu ta'sir yo'qolib boradi (*1-a-rasm*).

Fiskal xarajatlarning o'sishi qisqa muddatli oraliqda inflyatsiyani sezilarli ko'tarilishiga olib keladi (*1-b-rasm*). Davlat xarajatlarining inflyatsiyaga oshiruvchi ta'siri I chorakda sezilarli darajada yuqori bo'lib, ushbu ta'sir bir yarim yilgacha saqlanib qoladi.

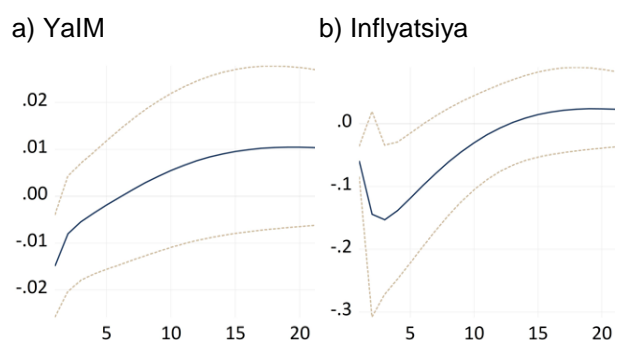
Soliq daromadlari shoki. Dastlabki choraklarda soliq daromadlari shoki iqtisodiy o'sishga salbiy ta'sir ko'rsatadi. Buni soliq yig'implari o'sishi sharoitida iqtisodiy faollik va iste'molning susayishi bilan izohlash mumkin. Soliq daromadlari shokining salbiy ta'siri ikki yilgacha saqlanib qoladi (*2-a-rasm*). Soliqlarning ko'tarilishi biznesga investitsiyalar va iste'mol uchun mavjud mablag'larning xususiy sektordan davlat sektoriga o'tishi orqali xususiy sektorning rivojlanishini cheklashi va iste'molni kamaytirishi hamda bu o'z navbatida, qisqa va o'rta muddatli oraliqda iqtisodiy o'sishga salbiy ta'sir qilishi

mumkin. Bu holat, ayniqsa iqtisodiyotda davlat ulushi yuqori bo'lgan mamlakatlarda yaqqol kuzatiladi.

1-rasm. Davlat xarajatlari shokiga nisbatan impuls javobi



2-rasm. Soliq daromadlari shokiga nisbatan impuls javobi



Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari

Dastlabki yillarda soliq daromadlari shoki inflyatsiyani pasaytiruvchi ta'sirga ega bo'ladi. Ushbu ta'sir o'rta muddatli oralikda ham saqlanib qolib, uzoq muddatli davrda ta'sir darajasi yo'qolib boradi (2-b-rasm).

1-jadval. O'zbekistonda fiskal multiplikatorlar qiymati

Yig'ma multiplikator nomi	Baholash natijalari				
	SVAR			Chelak yondashuvi	
	1 yil	2 yil	3 yil	Min.	Maks.
Davlat xarajatlari	0,64	0,29	0,14	0,44	0,66
Soliq daromadlari	-0,42	-0,32	-0,06		

Manba: Markaziy bank hisob-kitoblari

SVAR modeli asosida olingan natijalarga ko'ra, birinchi yil uchun xarajatlar yig'ma multiplikatori 0,64 ga tengligi hisoblandi (1-jadval). Ikkinchi va uchinchi yil multiplikatorlari mos ravishda 0,29 va 0,14 ni tashkil qiladi. Bu, davlat xarajatlarning 1 so'mlik o'sishi birinchi yilda YalM hajmi o'sishiga 0,64, ikki va uch yil davomida mos ravishda 0,29 va 0,14 so'mlik hissa qo'shishini anglatadi.

Dastlabki yilda soliq daromadlari yig'ma multiplikatori -0,42 ni tashkil qiladi. Vaqt o'tishi bilan soliq daromadlari multiplikatorining ta'siri kamayib boradi va ikkinchi yil multiplikator -0,32 ga teng bo'ladi. Soliq multiplikatori byudjet soliq daromadlarining bir so'mga o'sishi birinchi yilda YalMni 0,42 so'mga, ikkinchi yilda 0,32 so'mga pasayishini bildiradi.

Shuningdek, Chelak yondashuvidan foydalangan holda birinchi yil fiskal multiplikatorlar qiymatlarining diapazonlari hisoblab chiqildi. Natijalar O'zbekistonda fiskal multiplikatorlar 0,44 - 0,66 oralig'ida shakllanishini ko'rsatmoqda.

Multiplikatorlarni hisoblashga bog'liq bo'lgan empirik tadqiqotlar xulosalaridan kelib chiqib, multiplikatorlarni uch guruhga ajratish mumkin. Bular past (0,1-0,3), o'rta (0,4-0,6) va yuqori (0,7-1,0) toifalar. Ushbu xulosaga asoslanilsa, O'zbekiston o'rtacha multiplikatorli davlatlar sirasiga kiradi.

Multiplikatorlarning balandroq bo'lishi mamlakat uchun fiskal rag'batlantirishlarning samarali ishlashini anglatadi. Shu sababli fiskal siyosatni yuritishda multiplikatorlarni oshiruvchi yoki tushiruvchi omillarni e'tiborga olish maqsadga muvofiq hisoblanadi.

O'zbekiston kabi rivojlanayotgan va kam daromadli davlatlarda:

- ijobiy ishlab chiqarish tafovutining taklif tomondan cheklanganligi¹¹ hamda foiz stavkalari o'rtasida tafovutning yuqoriligi¹² multiplikatorlarni pasayishiga olib kelsa;
- iste'molchilar va biznesning moliyaviy xizmatlardan foydalanish imkoniyatining cheklanganligi¹³, pul-kredit siyosati ta'sirchanlik darajasini nisbatan pastligi, avtomatik barqarorlashtirgichlarning kichikligi hamda davlat qarzining past darajadaliqi multiplikatorlarni balandroq bo'lishiga sabab bo'ladi.

¹¹ Bu ijobiy ishlab chiqarish tafovuti o'zining maksimumiga yetgan sharoitda qo'shimcha fiskal stimullarning berilishi ishlab chiqarish hajmi yanada o'sishiga olib kelmasligi bilan izohlanadi.

¹² Foiz stavkalari, ya'ni kredit va depozitlar o'rtasidagi sezilarli tafovut kattaligi ko'pincha iqtisodiyotda seziladigan risk darajasi yuqoriligi hamda kreditlashning qimmatligini aks ettiradi. Bu investitsiya va iste'molni cheklaydi. Natijada, hukumat fiskal rag'batlov orqali iqtisodiy faollikni oshirishga harakat qilsada, yuqori foiz spreadlari sababli biznes yoki iste'molchilar fiskal stimulg'a reaksiya bildirmasliklari mumkin.

¹³ Moliya bozorlari yetarlicha rivojlanmagan iqtisodiyotlarda jismoniy shaxslar va korxonalarining kredit olish imkoniyati cheklangan bo'ladi. Qo'shimcha moliyaviy manbalarga ehtiyoj oshgan sharoitda qarz olish imkoniyatining cheklanganligi fiskal stimullar orqali yuzaga kelgan qo'shimcha daromadlarning jamg'armaga emas, balki to'g'ridan-to'g'ri iste'molga yo'naltirilishiga olib keladi.

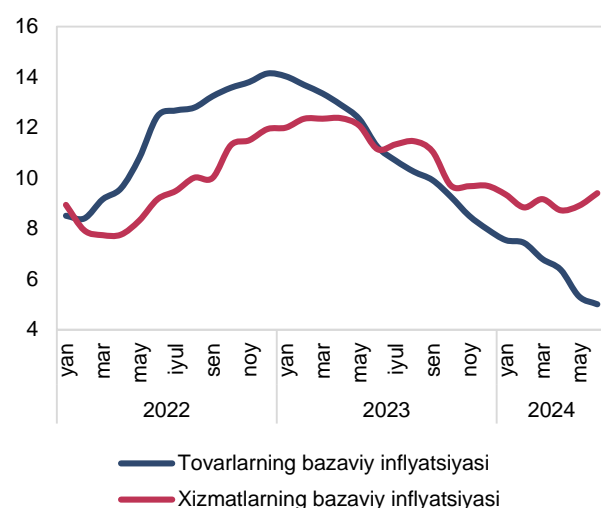
Xizmatlar inflyatsiyasida kuzatilayotgan tendensiyalar

2023-yilning II choragidan joriy yilning I choragi yakuniga qadar xizmatlar bazaviy inflyatsiyasida (*narxlari tartibga solinadigan xizmatlar chegirilgan*) barqaror pasayuvchi tendensiya kuzatildi. Xususan, yillik ko'rsatkich 2023-yil aprelidan 4 foiz bandga pasayib, joriy yil aprelida 8,6 foizni tashkil etdi. Biroq, II chorakdan boshlab xizmatlar bazaviy inflyatsiyasi dinamikasida o'suvchi tendensiya boshlanib, iyunda 9,3 foizgacha oshdi (1-rasm).

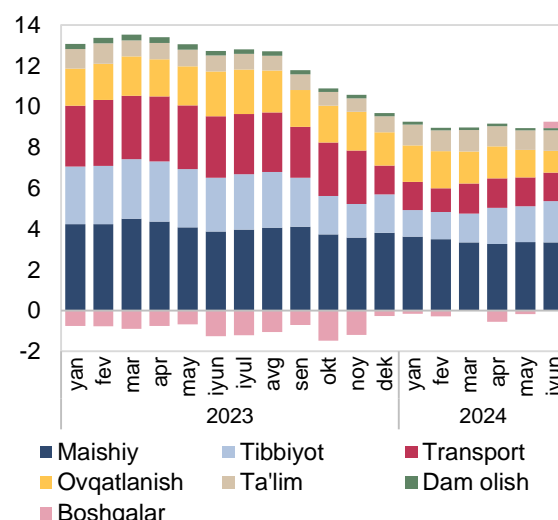
Xizmatlar bazaviy inflyatsiyasining avvalgi pasayuvchi dinamikasi asosan, aholining iste'mol faolligini o'zida namoyon etuvchi kundalik xizmatlar guruhlari, transport, umumiy ovqatlanish va maishiy xizmatlar narxlari oshishi o'tgan yilning ikkinchi yarmidan boshlab sekinlashgani evaziga shakllangan. Bu, ayniqsa umumiy ovqatlanish xizmatlari inflyatsiyasida sezilarli darajada bo'ldi.

Joriy yilda ushbu tendensiya o'zgarishi asosan, aprel oyidagi tibbiy xizmatlarga qo'shilgan qiymat solig'ining joriy etilishi natijasida tibbiy xizmatlar narxlarining oshib borayotgani bilan izohlanmoqda (2-rasm).

1-rasm. Tovarlar va xizmatlarning bazaviy inflyatsiyasi, mavsumiy tozalangan, yillik foizda



2-rasm. Xizmatlarning bazaviy inflyatsiyasi tarkibidagi guruhlar dekompozitsiyasi, hissasi f.b.



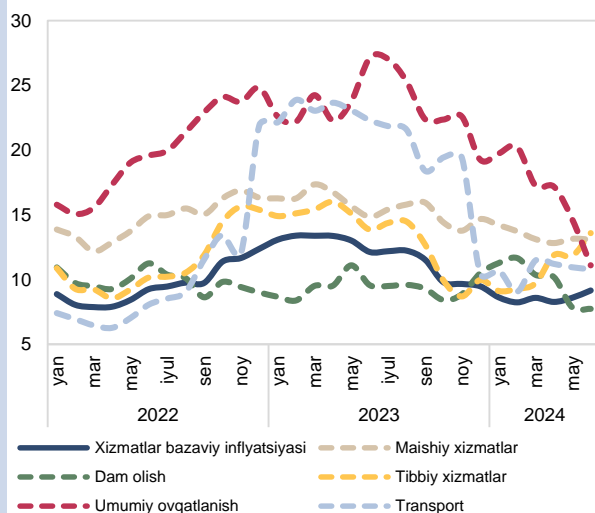
Manba: Statistika agentligi ma'lumotlari asosida Markaziy bank hisob-kitoblari.

Umuman, xizmatlar sohasida narxlar o'sishining barqarorlashishiga iqtisodiyotdagi o'rtacha ish haqilarning real o'sish sur'atlari sekinlashishi tufayli avvalgi yuqori iste'mol talabi o'sishi biroz pasayganligi ham hissa qo'shmoqda.

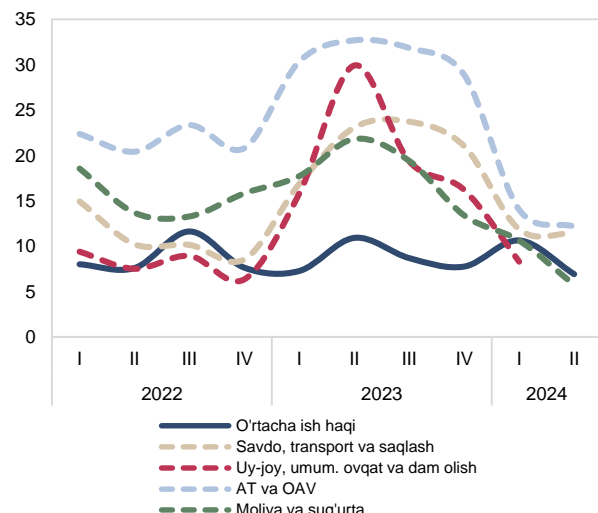
Shu o'rinda ta'kidlash kerak, 2023-yilning ikkinchi yarmidan boshlangan o'rtacha ish haqilarning real hisobda o'sishi sekinlashishi barcha sohalarida turlicha tendensiyalarda davom etmoqda. Bunda, uy-joy, umumiy ovqatlanish va dam olish sohalarida pasayish sur'atlari tezroq, savdo, transport va saqlash sohalarida esa sekinroq kechmoqda.

Aynan uy-joy, umumiy ovqatlanish va dam olish xizmatlarida, shuningdek, savdo, transport va saqlashda o'rtacha ish haqining real o'sishi sekinlashishi ushbu sohada ishchi kuchi bozorining sovishiga xizmat qilib, taklif inflyatsiyasining ta'sirlarini kamaytiruvchi omillardan biri bo'lishi mumkin.

2-rasm. Ayrim xizmatlar inflyatsiyasining dinamikasi, yillik, f.b.



3-rasm. Sohalarda aholi daromadlarining real o'sishi, foizda



Manba: Statistika agentligi ma'lumotlari asosida Markaziy bank hisob-kitoblari.

Shuningdek, ish haqilarning real o'sish sur'atlari sekinlashishi barcha sohalarida kuzatilayotgani yalpi talabning taklif omillariga nisbatan muvozanatlashib borishiga xizmat qiladi.

Birinchi yarim yillikda transport va maishiy xizmatlari inflyatsiyasi pasayishi sekinroq kechayotgani, tibbiy xizmatlari narxi o'sishi davom etayotgani yalpi iste'mol talabining ushbu xizmatlarda yuqori shakllangani bilan izohlanadi.

O'tgan yillarda aholining real daromadlari oshib borishi bilan o'rta daromadli aholi vakillari ko'payib bordi. Natijada, aholining iste'mol tarkibida ham ma'lum darajada tarkibiy o'zgarishlar ro'y berib, sifatli xizmatlarga umumiy talabning oshishi ro'y bermoqda.

Shu o'rinda, ayrim xizmatlardagi shakllangan joriy yuqori talabning kelgusida daromadlar oshishiga (*talabning oshishi orqali*) tezroq, aksincha daromadlar pasayishiga sekinroq moslashish kuzatilishi mumkin.

Birinchi yarim yillikda fiskal xarajatlar yuqori darajada amalga oshirilgani, shuningdek, xorijdan pul o'tkazmalari hajmining sezilarli oshishi ikkinchi yarim yillikda aholining real daromadlari o'sishini tezlashtirishi va iste'mol faollikni oshirishi mumkin.

Ta'kidlash joiz, raqobat muhitini kuchayishi, taklif sifatini va samaradorlikni oshirib, xizmatlar narxlari barqarorligini ta'minlashda muhim ahamiyat kasb etadi.

Energiya resurslari narxlari oshirilishining aholi inflyatsion kutilmalariga ta'siri

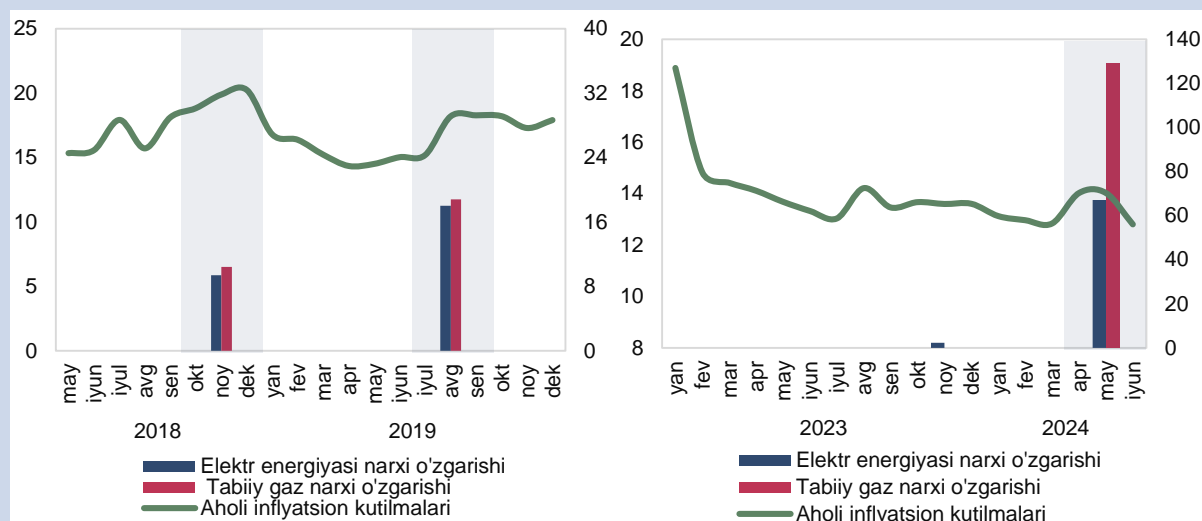
Xalqaro tajribaga ko'ra, energiya resurslari narxlarining o'zgarishi iqtisodiyot subyektlarining inflyatsion kutilmalari shakllanishiga ta'sir etuvchi muhim omillardan hisoblanadi. Mazkur yo'nalishda bir qator tadqiqotlar o'tkazilgan bo'lib, ularda energiya resurslari narxlari va inflyatsion kutilmalar o'rtasida statistik ahamiyatga ega ijobiy bog'liqlik mavjudligi qayd etilgan.

Xususan, Patzelt va Reis¹⁴ (2024) Yevropa Ittifoqi davlatlari misolida elektr energiya narxlari o'zgarishining inflyatsion kutilmalarga ta'sirini tahlil qilgan. Natijalarga ko'ra, elektr energiyasi narxlarining 100 bazis punktga oshishi iqtisodiyot subyektlarining kutilmalarini 1,6 bazis punktga oshishi aniqlangan.

Shuningdek, Verxyofer (2024)¹⁵ Germaniya misolida aholi uchun elektr energiya narxi 100 bazis punktga oshirilsa, uy xo'jaliklarining kelgusida narxlar bo'yicha kutilmalari 1,4 bazis punktga o'sishi kuzatilgan.

O'zbekistonda ham energiya narxlari va iqtisodiyot subyektlarining inflyatsion kutilmalari bilan yuqori bog'liqligi kuzatilmoqda (1-rasm). Xususan, elektr energiyasi va tabiiy gaz narxlari oshirilgan davrda aholining inflyatsion kutilmalarining oshishi kuzatilgan.

1-rasm. Inflyatsion kutilmalar, elektr energiyasi va tabiiy gaz narxlari o'zgarishi dinamikasi



Manba: Markaziy bank va Statistika agentligi ma'lumotlari.

Shu o'rinda, aholi inflyatsion kutilmalarining energiya narxlari o'zgarishiga ta'sirchanligi avvalgi yillarga nisbatan pasayganligi kuzatilgan.

Xususan, 2018-yilda elektr energiyasi narxi aholi uchun 10 foizga oshirilgani ularning inflyatsion kutilmalarini 4,2 foiz bandga tezlashishiga sabab bo'lgan. Ya'ni, elektr energiyasini 100 bazis punktga qimmatlashishi aholi kutilmalarini 42 bazis punktga oshishini ko'rsatgan. 2019-yilda esa elektr energiyasi va tabiiy gaz narxlarining 18 foizdan oshirilishi aholining kutilmalari 3,2 foiz bandga ko'tarilgan bo'lib, ya'ni narxning 100 bazis punktga oshishi kutilmalarni 18 bazis punktga oshirgan.

Shu bilan birga, joriy yilda elektr energiyasi va tabiiy gaz tariflari oshirilishi natijasida aholining inflyatsion kutilmalari 1,2 foiz bandga oshdi. Bunda, (o'rtacha) narxning 100 bazis punktga o'sishi kutilmalarni 1,3 bazis punktga ko'tarilishiga sabab bo'lgan.

Avvalgi yillardan mazkur oshirishlar bo‘yicha aholi bilan yaqindan muloqot olib borilgani, shuningdek, oshirilgan narxda to‘lovlarni amalga oshirishni ikki oygacha kechiktirilgani inflyatsion kutilmalarning javob ta‘hiri pastroq bo‘lishiga xizmat qilgan bo‘lishi mumkin. Shu bilan birga, ichki narxlarga ikkilamchi ta‘hirlari yil oxirigacha kechikib namoyon bo‘lishi bo‘yicha xatarlar saqlanib qolayotgani hisobiga inflyatsion kutilmalarda o‘sovchi dinamika yuzaga kelishi mumkin.

¹⁴ Patzelt and Reis (2024) “Estimating the rise in expected inflation from higher energy prices”, Centre for Macroeconomics and Economic and Research Council.

¹⁵ Nils Wehrhöfer (2024) “The effect of energy prices on households’ and firms’ inflation expectations”, Discussion Paper, Deutsche Bundesbank

O'zbekiston eksportiga tashqi talab ta'siri tahlili

Tashqi iqtisodiy muhit tashqi savdo dinamikasini belgilovchi asosiy omillardan biri bo'lib, mamlakat tovarlari va xizmatlariga tashqi talabni shakllantirishda muhim omil bo'lib xizmat qiladi.

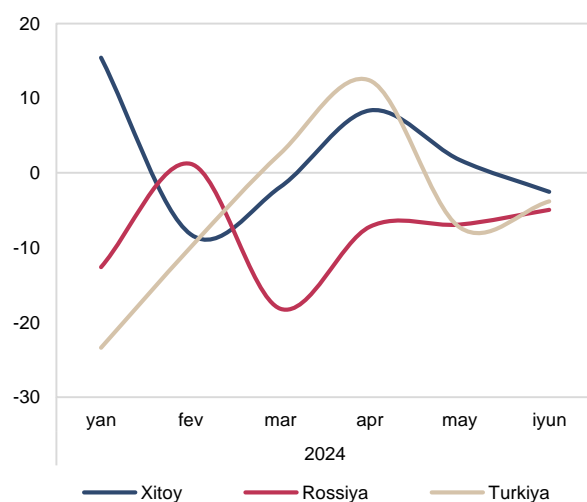
Savdo hamkor davlatlardagi ishbilarmonlik faolligining oshishi, o'z navbatida, mamlakat uchun tashqi talabning ortishi natijasida eksport hajmining ko'payishini anglatadi.

Bu kabi jarayonlarning kuzatib borilishi tashqi talabning shakllanishi ta'sirida eksport hajmida kuzatilishi mumkin bo'lgan o'zgarishlar to'g'risida signallarni o'z vaqtida olish ham eksportning oshishi yoki qisqarishi bo'yicha kutilmalardan kelib chiqib o'z vaqtida zaruriy choralarni ko'rish imkoniyatini yaratadi.

O'zbekistonning asosiy savdo hamkorlari - Rossiya, Xitoy, Qozog'iston va Turkiya davlatlarining (*oltinsiz eksportning qariyb 80 foizini tashkil etadi*) tashqi savdolari tahlili, 2024-yilning II choragida ushbu mamlakatlarda tovar va xizmatlar importining umumiy hajmi¹⁶ sezilarli darajada kamayganini ko'rsatmoqda (*1-2 rasmlar*).

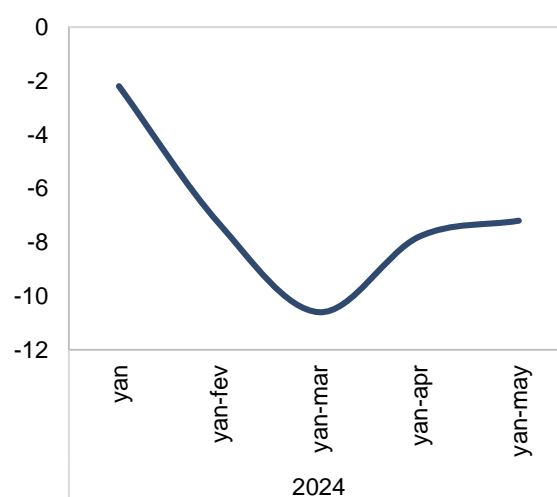
Bunda, O'zbekistondan importning sezilarli pasayishi Xitoyda kuzatilgan (*3-rasm*) bo'lib, bu ko'rsatkich tabiiy gazdan boshqa barcha komponentlarni o'z ichiga oladi va asosan rangli sanoat metallari va to'qimachilik mahsulotlaridan tashkil topgan (*Xitoyga jami eksportning qariyb 44 va 34 foizini tashkil qiladi*). Shu bilan birga, ushbu tovarlar narxining dinamikasi (*paxtadan tashqari*), II chorakda ijobiy shakllandi, biroq importning nominal qiymatda pasayishi Xitoyga yetkazib berishning jismoniy hajmi pasayishini ko'rsatadi (*4-rasm*).

1-rasm. Savdo-hamkor davlatlarning import dinamikasi, foizda



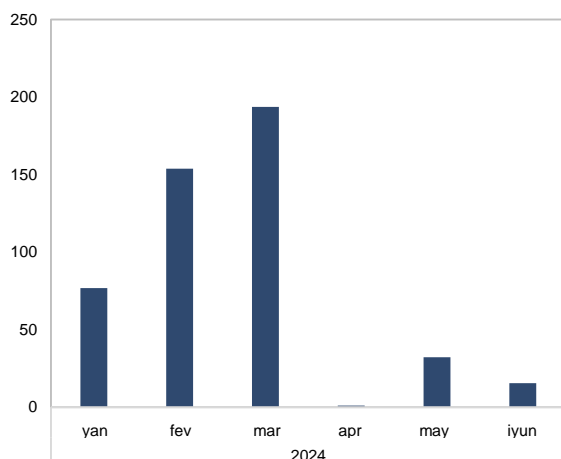
Manba: Rossiya Banki, Turkiya Markaziy banki, Xitoy statistikasi (tradingeconomics.com)

2-rasm. Qozog'iston import dinamikasi, kumulyativ, foizda

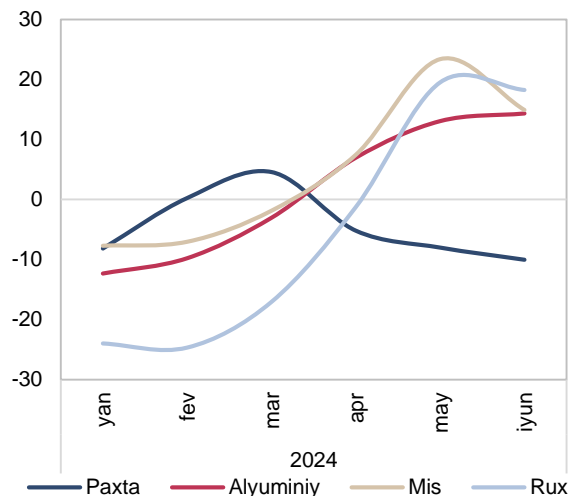


Manba: Qozog'iston statistika agentligi.

¹⁶ Ushbu tahlilda mamlakat importi (*har bir mamlakat O'zbekistondan qancha miqdorda import qilgani*) foydaliroq bo'lardi, biroq Xitoydan tashqari boshqa davlatlarda ma'lumotlar cheklanganligi sababli, importning umumiy ko'rsatkichi qo'llanildi.

3-rasm. Xitoy import dinamikasi (tabiiy gazsiz), foizda

Manba: XXR bojxona statistikasiga asoslangan Markaziy bank hisob-kitoblari.

4-rasm. O'zbekiston tomonidan Xitoyga eksport qilinadigan asosiy tovarlarning jahon narxi dinamikasi, foizda

Manba: Jahon xomashyo bozorlari.

Shuningdek, **Qozog'istonda** jami import yil boshidan qariyb 7 foizga qisqardi (2-rasm), O'zbekistondan ushbu davlatga eksport esa 12 foizga kamaydi. Bunda eksportning uchdan bir qismini tashkil etuvchi mashina va uskunalarning (*xususan, kuzov va dvigatellar deyarli 2 barobarga*) real hajmi sezilarli qisqardi.

Rossiyada ham importning yillik dinamikasi salbiy shakllanib, iyun oyida import 4,9 foizga kamaydi. Bu, tashqi savdo operatsiyalari bo'yicha hisob-kitob jarayonining murakkablashgani va asosan savdo cheklovlari bilan izohlanadi.

Rossiya bozoriga O'zbekistondan yetkazib beriladigan mahsulotlarning aksariyati to'qimachilik mahsulotlari (*50 foizdan ortig'i*) dastlabki olti oyda 6 foizga kamaygan bo'lsa, meva va sabzavotlar eksporti 11 foizga oshdi. To'qimachilik mahsulotlari eksporti kamayishi II chorakda paxta narxi sezilarli darajada pasayganini hisobga olib, narx effekti hisobiga kuzatilgan, deb hisoblash mumkin.

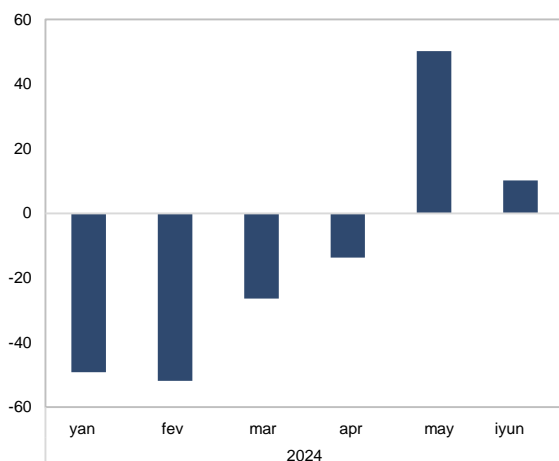
Shunga qaramay, Rossiyaga tovarlar va xizmatlar eksporti joriy yilning birinchi yarmida 32,3 foizga o'sdi.

Turkiyada ishbiarmonlik faolligining pasayishi fonida mamlakatda import va eksport ham pasaymoqda. Import joriy yilning aprel va may oylarida sezilarli kamaydi. Bu qisman Turkiyaga umumiy eksportning taxminan 40 foizini tashkil qiluvchi to'qimachilik importi qiymatining pasayishi bilan bog'liq bo'lishi mumkin.

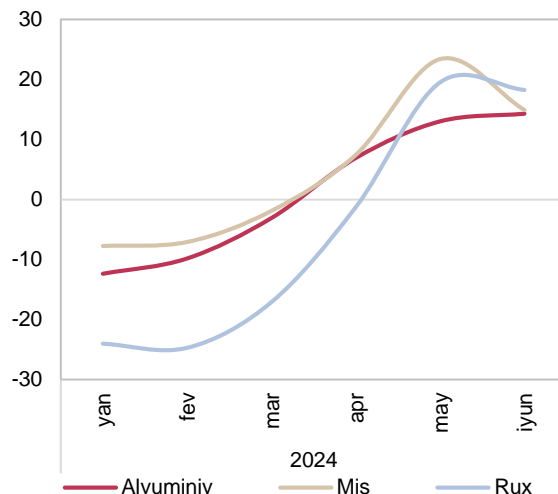
Shuningdek, Turkiyaning O'zbekistondan importining muhim qismini tashkil etuvchi rangli metallar hajmi oxirgi oylarda o'sishda davom etdi, biroq o'sish sur'atlari sekinlashmoqda (5-rasm). E'tiborlisi, ushbu eksport o'sishiga asosan rangli metallarning yuqori jahon narxlari hissa qo'shdi (6-rasm).

Tashqi ishbiarmonlik faolligi va O'zbekiston eksporti. Asosiy savdo-hamkor davlatlardagi oylik ishbiarmonlik faolligi va O'zbekistonning oltinsiz eksportining tahlili ushbu ko'rsatkichlar orasida, ayniqsa Qozog'iston va Turkiya, hamda ma'lum darajada Xitoy va Rossiya o'rtasida bog'liqlik borligini ko'rsatmoqda (7-rasm).

5-rasm. Turkiyaga eksportning yillik dinamikasi, foizda



6-rasm. Turkiyaga eksport qilinadigan metallar jahon narxlarining yillik dinamikasi, foizda

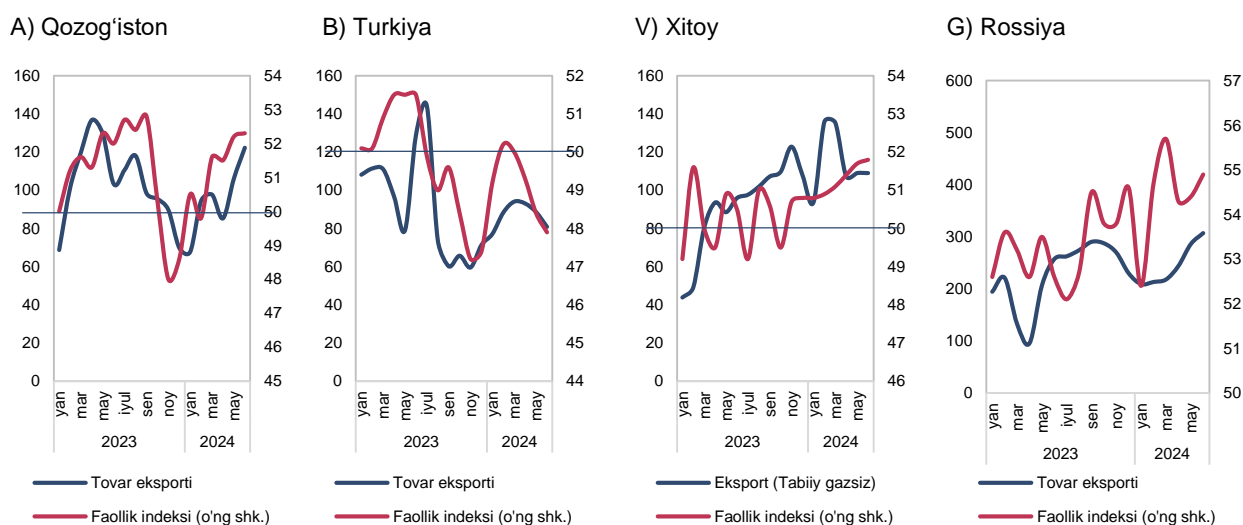


Manba: Statistika agentligi ma'lumotlari asosida MB hisob-kitoblar

Manba: Jahon banki. Jahon xomashyo bozorlari.

O'zbekistondan eksport va savdo-hamkorlardagi ishbilarmonlik faolligi o'rtasidagi korrelyatsiya koeffitsiyentlari ijobiy bo'lib, Qozog'iston uchun 0,6, Turkiya – 0,6, Rossiya – 0,3 va Xitoy – 0,3 ni tashkil etdi.

7-rasm. Asosiy savdo-hamkordagi ishbilarmonlik faolligi dinamikasi va ularga O'zbekistondan eksport dinamikasi, 2 oylilik sudraluvchi o'rtachasi, mln.doll.da



Manba: Statistika agentligi ma'lumotlariga asoslangan hisob-kitoblar, PMI, Purchasing Managers' Index – Manufacturing, Services (spglobal.com).

Yuqoridagilardan kelib chiqib, savdo-hamkorlarda iqtisodiy faollikning yuqori saqlanib qolishi ushbu mamlakatlar, ayniqsa Qozog'iston, Xitoy va Turkiyaning O'zbekistondan importiga ta'sir ko'rsatishi orqali ikkinchi yarim yillikda ushbu mamlakatlarga O'zbekistondan eksport sur'atlari barqaror shakllanishi kutilmoqda.

© O‘zbekiston Respublikasi Markaziy banki, 2024-yil

Pul-kredit siyosati departamenti tomonidan tayyorlandi.

O‘z taklif va e‘tirozlaringizni quyidagi manzilga jo‘natishingiz mumkin:

E-mail: zakirov@cbu.uz

Tel.: (+998) 71 212-60-22